

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA**  
**DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT**  
**CORSO DI LAUREA IN**  
**BANCA, BORSA E ASSICURAZIONI**



**TESI DI LAUREA**

**FONDI IMMOBILIARI. CARATTERISTICHE E PERFORMANCE.**  
**ELEMENTI DI CONFRONTO ITALIA-STATI UNITI.**

Relatore:

**Prof. Fabiano COLOMBINI**

Candidato:

**Simona MENCACCI**

**ANNO ACCADEMICO 2013-2014**

## Fondi immobiliari. Caratteristiche e performance.

### Elementi di confronto Italia-Statì Uniti

Introduzione	pag. 4
1. I fondi immobiliari in Italia.	pag. 6
1.1. Il fondo immobiliare e la normativa di riferimento	pag. 6
1.2. Le modalità di costituzione dei fondi immobiliari	pag. 9
1.3. Le tipologie dei fondi immobiliari	pag. 13
1.3.1. I fondi immobiliari ad apporto	pag. 14
1.3.2. I fondi immobiliari speculativi	pag. 15
1.4. I soggetti coinvolti	pag. 16
1.4.1. La SGR	pag. 19
1.4.2. La banca depositaria	pag. 22
1.4.3. Gli esperti indipendenti	pag. 23
1.5. Assogestioni	pag. 24
1.6. I fondi immobiliari quotati: relazione tra NAV e prezzo di mercato	pag. 27
1.6.1. Il processo di quotazione del fondo immobiliare	pag. 27
1.6.2. Relazione tra NAV e prezzi di mercato	pag. 28
1.7. La grande paura del 2014	pag. 34
1.8. SIIQ: società d'investimento immobiliare quotate	pag. 37
1.8.1. Elementi di criticità delle SIIQ	pag. 40
1.9. La disciplina fiscale	pag. 41
1.9.1. La disciplina fiscale dei fondi immobiliari	pag. 41
1.9.1.1 L'imposta sostitutiva del cinque per cento	pag. 44
1.9.2. Il regime agevolato delle SIIQ	pag. 45

2. Real Estate Investment Trusts	pag. 47
2.1. La disciplina dei REITs	pag. 47
2.2. La scelta della forma organizzativa	pag. 51
2.3. Le opportunità dei REITs	pag. 54
2.4. Le tipologie: Equity real estate e Mortgage real estate	pag. 56
2.4.1. I rischi dei mortgage reits	pag. 61
2.5. I pro e i contro dei REITs	pag. 63
2.6. Il mercato dei REITs	pag. 64
2.7. La disciplina fiscale	pag. 66
3. La gestione dei fondi immobiliari	pag. 69
3.1. L'impostazione del processo di gestione	pag. 69
3.2. I fattori di rischio	pag. 71
3.3. Il processo di valutazione del capitale	pag. 76
3.4. Il controllo sulla gestione	pag. 84
4. La performance dei fondi immobiliari	pag. 87
4.1. Performance dei fondi immobiliari	pag. 87
4.2. Costi e ricavi di un fondo immobiliare	pag. 88
4.3. Gli indicatori di performance	pag. 89
5. Analisi della performance di un investimento immobiliare indiretto.	
Elementi di confronto tra Italia e Stati Uniti	pag. 99
5.1. Premessa metodologica	pag. 99
5.2. Analisi della performance di IGD	pag. 101
5.3. Analisi della performance di CEDAR REALTY TRUST	pag. 108
5.4. Analisi della performance di OLINDA FONDO SHOPS	pag. 113
5.5. Valutazioni di sintesi	pag. 119

Considerazioni finali	pag.123
Bibliografia	pag.130
Sitografia	pag.136



## Introduzione

Gli immobili compongono una quota significativa della ricchezza degli investitori ed hanno sempre attratto flussi importanti di risorse finanziarie in alternativa all'investimento mobiliare in azioni e obbligazioni. Il mercato immobiliare replica molto spesso l'andamento economico: un peggioramento dell'economia causa una riduzione dei redditi, cui segue un calo delle compravendite e degli investimenti e, quindi, una riduzione dei valori immobiliari. Ad oggi è possibile investire nel settore immobiliare non solo mediante l'acquisto diretto dell'immobile, ma anche mediante investimento indiretto, partecipando all'andamento di un patrimonio composto da numerosi beni immobili senza dover disporre dei capitali necessari all'acquisto.

Il lavoro considera i punti di forza e di debolezza di questo tipo d'investimento attualmente molto diffuso a seguito della contrazione del credito bancario che ha limitato l'accensione di mutui per l'acquisto degli immobili.

Il primo capitolo esamina le caratteristiche e i soggetti coinvolti nel tradizionale strumento d'investimento immobiliare presente in Italia quale il fondo immobiliare, ponendo l'attenzione sul problema dello sconto sul NAV tipico di questo strumento. Dopo aver analizzato il fondo immobiliare dalla nascita fino alle ripercussioni che probabilmente questo strumento genererà sul mercato a fine anno, arriviamo all'istituzione nel 2008 dell'alternativa immobiliare al fondo con l'introduzione delle società d'investimento immobiliare quotate o SIIQ, focalizzando l'attenzione sui punti di forza e di debolezza che le caratterizzano.

Un capitolo è dedicato alla nascita e all'evoluzione dei real estate investment trusts americani, REITs, presenti sul mercato americano dagli anni sessanta e presi a modello per l'ingresso nel nostro ordinamento delle SIIQ. I REITs rappresentano da sempre un potente motore di sviluppo nel mercato immobiliare internazionale per la loro capacità di attrarre investimenti e incidere sulla ricchezza del paese.

Un capitolo considera la gestione dei fondi immobiliari, analizzando l'intero processo gestionale dalla costituzione del portafoglio fino alla valutazione periodica del patrimonio creato, senza dimenticare la necessità di un controllo da parte degli investitori sull'operato della società di gestione spesso in conflitto d'interesse.

Un capitolo è dedicato alla performance e agli indicatori cui l'investitore e i gestori possono attingere con l'obiettivo di monitorare l'andamento per procedere a consapevoli scelte d'investimento e confrontarsi con i competitori del mercato. La ricerca di flussi informativi differenti nasce da una differente visione dello strumento finanziario: per il gestore assume rilevanza il grado di accrescimento del valore dell'investimento nel tempo, mentre per l'investitore il grado di liquidità, pur consapevole che possiede uno strumento di medio/ lungo termine.

Nell'ultimo capitolo presentiamo tre casi d'investimento immobiliare indiretto, quali l'acquisto di un'azione di una SIIQ italiana, di un REIT americano e di una quota di un fondo immobiliare italiano e, aiutati dal calcolo di alcuni degli indicatori affrontati nel capitolo precedente, facciamo una valutazione sui risultati ottenuti cercando di spiegare le motivazioni alla base di tali valori.

1. I fondi immobiliari in Italia.
  - 1.1. Il fondo immobiliare e la normativa di riferimento
  - 1.2. Le modalità di costituzione dei fondi immobiliari
  - 1.3. Le tipologie dei fondi immobiliari
    - 1.3.1. I fondi immobiliari ad apporto
    - 1.3.2. I fondi immobiliari speculativi
  - 1.4. I soggetti coinvolti
    - 1.4.1. La SGR
    - 1.4.2. La banca depositaria
    - 1.4.3. Gli esperti indipendenti
  - 1.5. Assogestioni
  - 1.6. I fondi immobiliari quotati: relazione tra NAV e prezzo di mercato
    - 1.6.1. Il processo di quotazione del fondo immobiliare
    - 1.6.2. Relazione tra NAV e prezzi di mercato
  - 1.7. La grande paura del 2014
  - 1.8. SIIQ: società d'investimento immobiliare quotate
    - 1.8.1. Elementi di criticità delle SIIQ
  - 1.9. La disciplina fiscale
    - 1.9.1. La disciplina fiscale dei fondi immobiliari
      - 1.9.1.1 L'imposta sostitutiva del cinque per cento
    - 1.9.2. Il regime agevolato delle SIIQ

## 1. I fondi immobiliari in Italia

### 1.1 Il fondo immobiliare e la normativa di riferimento

I beni immobiliari hanno sempre attratto gli investimenti dei risparmiatori grazie a due vantaggi essenziali: la loro natura di beni rifugio e la capacità di produrre un reddito periodico. Per contro però hanno sempre richiesto l'esborso di notevoli somme di denaro per essere acquistati e l'espletamento di tutta una serie di oneri amministrativi e fiscali.

Investendo in un fondo immobiliare, l'investitore può accedere a una tipologia d'investimento molto specifica che permette di diversificare il portafoglio, delegando a un operatore professionale la gestione di un complesso patrimonio immobiliare con un esborso finanziario che può essere, volendo, anche molto limitato. La diversificazione degli investimenti è necessaria per conferire vantaggi al portafoglio in termini di massimizzazione del rendimento e riduzione del rischio complessivo. Il successo di qualsiasi strategia di diversificazione deriva dalla capacità di creare un portafoglio di asset con correlazioni tra loro negative. Infatti, dal punto di vista statistico, è la correlazione esistente tra i diversi elementi presenti in portafoglio che influisce sulla riduzione dei rischi, sia tra tipologie di beni immobili, sia tra le diverse asset class finanziarie.<sup>1</sup>

Il fondo immobiliare opera in un mercato che ha cicli diversi e più lenti, rispetto ai mercati azionari: le fasi di discesa e ripresa durano alcuni anni e consentono al gestore, in uno scenario caratterizzato da minore volatilità, di poter facilmente individuare il timing migliore per gli investimenti. L'investimento immobiliare rappresenta un'efficace protezione contro l'inflazione. L'evidenza empirica dimostra che il rendimento delle attività immobiliari è significativamente e positivamente correlato alle variazioni del livello generale dei prezzi: i

---

<sup>1</sup> Cfr. Giannotti C., Mattarocci G., La costruzione di un portafoglio immobiliare e i criteri di diversificazione, Egea, Milano, 2006, pag. 45

rendimenti degli immobili tendono ad essere più elevati in periodi di alta inflazione e minori in periodi di bassa crescita dei prezzi. I titoli obbligazionari presentano di contro una correlazione tendenzialmente negativa con la variazione del livello dei prezzi e sono, qualora non indicizzati, deboli strumenti di protezione dall'inflazione. In presenza di variazioni sia attese sia inattese del livello dei prezzi, un comportamento dell'asset class immobiliare di segno opposto a quello della componente finanziaria del portafoglio contribuisce a ridurre la volatilità del rendimento complessivo di portafoglio.<sup>2</sup>

Mediante il fondo immobiliare il risparmiatore privato può partecipare all'andamento di un patrimonio composto da numerosi beni immobili diversificati per tipologia, ubicazione, uso, senza la disponibilità dei capitali necessari all'acquisto diretto dell'immobile. Il rendimento dei fondi varia in base alla strategia attuata dai diversi gestori, e si compone di due parti: una componente di reddito proveniente dagli affitti degli immobili locati, al netto delle spese di gestione e manutenzione, e una componente derivante dalla rivalutazione degli immobili.

Andiamo ora ad analizzare la nascita dei fondi immobiliari in Italia e l'evoluzione normativa che li ha accompagnati.

Nel corso degli anni, il settore del risparmio gestito ha subito un processo di profonda trasformazione che ha permesso agli operatori di offrire alla propria clientela prodotti e servizi sempre più innovativi in grado di soddisfare la domanda crescente di nuovi prodotti finanziari. Nascono così i fondi comuni d'investimento immobiliari che trasformano investimenti immobiliari, che per loro natura richiedono tempi più lunghi degli investimenti di tipo mobiliare, in quote di attività finanziarie generando profitti senza che l'investitore debba acquisire direttamente un immobile.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> Cfr. Biasin M., L'investimento immobiliare: mercato, intermediari e forme proprietarie, Il Mulino, Bologna, 2005, pag. 65 e segg..

<sup>3</sup> Cfr. [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it), Fondi chiusi immobiliari

I fondi comuni d'investimento immobiliari in Italia sono stati istituiti e disciplinati per la prima volta dalla legge n. 86 del 25 gennaio 1994; il quadro normativo fissato dalla legge su indicata è stato poi modificato con l'approvazione del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, noto come Testo Unico della Finanza (TUF). Oggi i fondi immobiliari sono regolamentati dal TUF e dai numerosi provvedimenti attuativi emanati dal Ministero del Tesoro, oggi Ministero dell'Economia e della Finanze, e dalle autorità di vigilanza. Il panorama normativo è stato poi ulteriormente modificato dal decreto legge n. 351 del 25 settembre 2001, convertito con modificazioni dalla legge n. 410 del 23 novembre 2001, che ha avviato una profonda riforma della disciplina civilistica e fiscale dei fondi immobiliari, volta a superare i fattori di rigidità e penalizzazione che sino ad allora ne avevano frenato lo sviluppo, perseguendo l'obiettivo di accrescere l'interesse degli investitori nei confronti di questa categoria di prodotti. La legge finanziaria del 2007 ha introdotto nel nostro ordinamento le SIIQ, società d'investimento immobiliare quotate, che operano prevalentemente nel settore delle locazioni immobiliari garantendo la totale esenzione dall'imposta sul reddito delle società (IRES) e da quella regionale sulle attività produttive (IRAP). Si tratta di una forma societaria analoga ai Real Estate Investment Trust, già esistenti da tempo negli Stati Uniti.

Con provvedimento del 29 ottobre 2007 è stato poi adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob un regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi d'investimento o di gestione collettiva del risparmio, noto come il "Regolamento Congiunto Consob - Banca d'Italia".

La disciplina fiscale ha subito infine recente riorganizzazione con il decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010 convertito, con modificazioni, da leggi successive, contenente appunto alcune disposizioni che mutano l'assetto normativo in materia fiscale dei fondi comuni d'investimento immobiliare, rendendoli più appetibili agli investitori.

## 1.2. Le modalità di costituzione dei fondi immobiliari

Possiamo sinteticamente definire un fondo immobiliare di diritto italiano come un patrimonio autonomo diviso in quote di partecipazione di uguale valore unitario. Queste quote sono sottoscritte da una pluralità di soggetti con l'obiettivo di investire interamente o prevalentemente in beni immobiliari, mediante un'adeguata diversificazione tipologica e geografica del portafoglio e nel rispetto di un determinato orizzonte temporale massimo,<sup>4</sup> sulla base di una delega collettiva a un intermediario professionale specializzato, la società di gestione del risparmio<sup>5</sup>.

Partendo dalla suddetta nozione di fondo immobiliare, possiamo sintetizzare i suoi principali elementi distintivi come segue:

- autonomia patrimoniale del fondo rispetto al patrimonio specifico dei sottoscrittori e della SGR;
- ripartizione del patrimonio in quote omogenee, ciascuna con medesimi diritti e doveri;
- pluralità di partecipanti;
- prevalenza dell'investimento immobiliare e diversificazione degli impieghi;
- delega di gestione a una SGR che assume le responsabilità del mandatario verso i sottoscrittori;
- struttura di fondo chiuso e connesso elemento della durata dell'investimento.

Fermiamoci brevemente sull'ultimo punto: per espressa disposizione normativa i fondi immobiliari devono essere necessariamente fondi chiusi, il che significa che i sottoscrittori possono rientrare in possesso delle somme versate, ed

---

<sup>4</sup> I fondi immobiliari italiani nascono come fondi chiusi

<sup>5</sup> Cfr. Ruozzi R, ( a cura di)., Manuale dei fondi comuni di investimento, Giuffrè, Milano, 1987, pag.322

eventualmente rivalutate, solo a scadenza. Questa caratteristica dei fondi immobiliari è parzialmente mitigabile da due elementi:

1. Quotazione in borsa, obbligatoria per i fondi immobiliari rivolti ai piccoli risparmiatori (fondi retail).<sup>6</sup> La quotazione in un mercato regolamentato è sempre prevista dalla legge e garantisce al capitale una maggiore liquidabilità. I partecipanti possono poi rientrare in possesso dei capitali investiti, maggiorati degli eventuali capital gain o penalizzati dal market discount, ovvero dalla differenza che esiste in un determinato momento tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota.
2. Possibilità, introdotta dal decreto legge n.351 del 2001, di effettuare emissioni di quote anche dopo quella iniziale (cosiddette finestre di riapertura) e, contestualmente, di procedere a rimborsi anticipati prima della scadenza del fondo a quei risparmiatori che ne fanno richiesta, se previsto dal regolamento.

La prima fase della nascita di un fondo immobiliare coincide con la raccolta di capitale di ammontare prestabilito, mediante la sottoscrizione di quote da parte degli investitori. La dotazione iniziale di patrimonio può subire variazioni per effetto del fisiologico deprezzamento/apprezzamento dei beni. Le sottoscrizioni sono aperte fino al raggiungimento di tale ammontare. Raggiunto il capitale necessario vengono chiuse e il rimborso avviene, di norma, a scadenza.<sup>7</sup> La fonte di finanziamento dei fondi immobiliari, aggiuntiva rispetto all'equity iniziale nonché all'eventuale ritenzione dei proventi, è rappresentata dal ricorso al debito. Il grado di leverage massimo ammesso è pari al 60% del rapporto tra passività di natura finanziaria e valore delle attività immobiliari, quest'ultime

---

<sup>6</sup> Fondi aventi un valore nominale delle quote inferiore 25.000 euro

<sup>7</sup> Cfr. Liera M (a cura di ), Gli investimenti alternativi, Il Sole 24 ore, Milano, 2005, pag.77 e segg.



rivalutate al valore corrente ex stime peritali di esperti indipendenti.<sup>8</sup> Una volta che il denaro è stato raccolto, il fondo seleziona gli immobili da rilevare. Gli immobili sono selezionati secondo le linee di gestione del fondo: alcuni fondi privilegiano immobili residenziali e a uso uffici, altri immobili commerciali, altri ancora zone da edificare o complessi da ristrutturare. Ai fini di una gestione strategica efficiente ed efficace del fondo, sono richiesti:

- il raggiungimento del rendimento obiettivo dichiarato dalla SGR nella fase di primo collocamento delle quote, equiparabile al rendimento minimo atteso dagli investitori.<sup>9</sup>
- la minimizzazione del rischio, perseguibile attraverso una corretta strategia di diversificazione, secondo la quale occorre stabilire un corretto mix di portafoglio.<sup>10</sup>

La normativa in tema di fondi immobiliari prevede che gli stessi investano non meno dei due terzi del loro patrimonio complessivo in beni immobili, diritti reali immobiliari, partecipazioni in società immobiliari e quote di altri fondi immobiliari anche esteri, senza che nessun investimento superi 1/3 del portafoglio secondo un criterio di prevalenza ed esclusività. Questo limite è derogabile al 51% se almeno il 20% del valore complessivo è investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. La parte eccedente del patrimonio può essere investita in strumenti finanziari quotati o non, depositi bancari, crediti, titoli rappresentativi di crediti e

---

<sup>8</sup> I fondi possono altresì raccogliere ulteriori finanziamenti per un importo pari al 20% delle altre attività ovvero passività temporanee per il rimborso anticipato di quote in occasione delle cosiddette finestre di riapertura. Cfr. Banca d'Italia, relazione del 2005

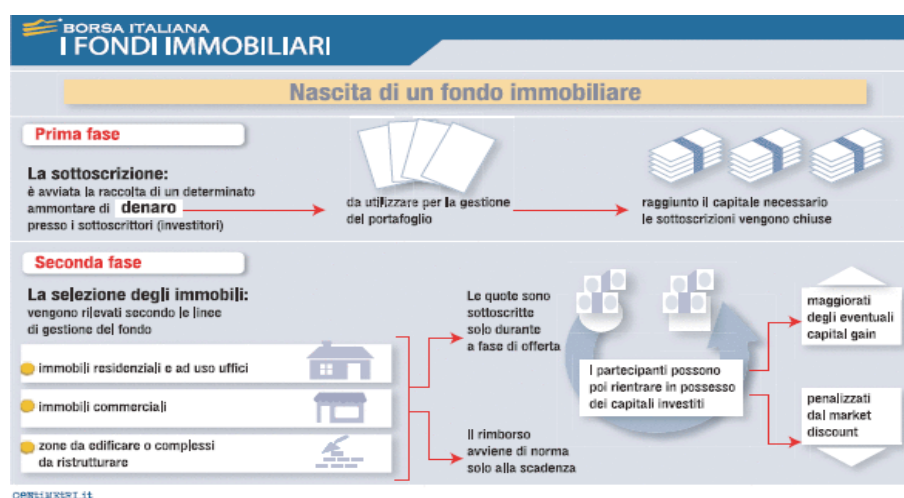
<sup>9</sup> Cfr. Giannotti C., Mattarocci G., *La gestione del fondo immobiliare: rischio, diversificazione e pianificazione*, Egea, Milano, 2006, pag 82.

<sup>10</sup> Cfr. Caparelli F Camerini E, *Guida all'asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica*, Bancaria, 2004, pag 106.

altri beni per i quali esiste un mercato, purché abbiano un valore determinabile con certezza. La durata minima prevista da queste particolari tipologie d'investimento finanziario è pari a dieci anni mentre la massima può raggiungere anche i trenta.<sup>11</sup> La data di scadenza segna il momento nel quale il patrimonio verrà ripartito e distribuito, come stabilito all'interno del prospetto informativo. Di solito gli investitori ricevono un rendimento basato sull'andamento del valore del patrimonio di proprietà del fondo: tale strumento risulta altamente redditizio durante un trend positivo del mercato immobiliare, mentre nel periodo di crisi i gain ottenuti possono risultare nulli o addirittura negativi.<sup>12</sup>

La figura sottostante riassume le fasi della nascita di un fondo immobiliare italiano:

FIGURA 1. Nascita di un fondo immobiliare



FONTE: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>11</sup> Il regolamento può prevedere il cosiddetto periodo di grazia ovvero la possibilità di prorogare la scadenza al fine di completare le operazioni di dismissione delle attività. Tale facoltà è esercitabile su richiesta della SGR e dietro autorizzazione della Banca d'Italia. Cfr. Banca d'Italia, relazione del 2005

<sup>12</sup> Cfr. Giannotti C., Mattarocci G., La gestione del fondo immobiliare: rischio, diversificazione e pianificazione", Egea, Milano. 2006, pag 84.

### 1.3 Le tipologie di fondi immobiliari

I fondi immobiliari non sono tra loro uguali, ma si differenziano per struttura e modalità di funzionamento.<sup>13</sup>

Sotto il profilo giuridico, le differenze più significative riguardano:

- natura dei sottoscrittori che possono essere investitori retail o investitori qualificati. Tra gli investitori qualificati troviamo banche, imprese d'investimento, imprese di assicurazione, OICR, fondi pensione, negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari, agenti di cambio, imprese di grandi dimensioni che presentano determinati requisiti dimensionali, il governo della Repubblica e la Banca di Italia.
- forma che può essere chiusa o semiaperta. Solo nell'ultimo caso è possibile l'ingresso di un nuovo investitore in presenza di nuove emissioni di quote e il rimborso anticipato delle quote dei partecipanti.
- modalità di sottoscrizione iniziale del fondo: a raccolta o ad apporto che vedremo nel dettaglio tra poco.

Tra gli aspetti commerciali, invece, assumono grande rilevanza:

- le tipologie d'immobili oggetto d'investimento, distinti per destinazione d'uso, localizzazione ecc.
- la specializzazione di un fondo in una determinata tipologia d'immobili, commerciali, uffici, residenziali o industriali.
- le operazioni effettuate dai fondi: gestione dei contratti di locazione, trading, valorizzazione, riqualificazione, sviluppo ecc.

---

<sup>13</sup> Cfr. [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)

- la durata e la modalità di distribuzione dei proventi: a distribuzione o ad accumulazione.

Il principale vantaggio legato a queste tipologie d'investimento è per il cliente quello di entrare in possesso di uno strumento d'investimento diverso rispetto a quelli tradizionali (fondi comuni, obbligazioni, polizze, azioni), di medio e lungo termine, non legato a indici o al mercato che conferisce stabilità ai portafogli finanziari e la possibilità di accedere con capitali limitati all'investimento immobiliare. Questo tipo d'investimento può essere assimilato in parte a un titolo obbligazionario per la distribuzione dei proventi assimilabili alle cedole e in parte a un titolo azionario per la possibilità di ottenere plus/minusvalenza dalla vendita della quota. Lo svantaggio, invece, è legato al fatto che il fondo immobiliare è uno strumento di medio e lungo periodo e andrebbe, almeno in teoria, acquistato in sede di emissione e conservato fino a scadenza per realizzare buone prospettive di rendimento. Nonostante poi molti fondi immobiliari siano quotati anche in borsa o prevedano la possibilità di rimborso anticipato delle quote<sup>14</sup> e, quindi, sia possibile negoziarli anche prima della loro scadenza, restano strumenti molto meno liquidi rispetto alle azioni e può essere più difficile trovare a breve tempo una controparte, visto anche l'alto scarto che si genera tra il prezzo di mercato e il NAV.<sup>15</sup>

#### 1.3.1. I fondi immobiliari ad apporto.

Oggi sono previste tre principali tipologie di fondo immobiliare: ordinario, ad apporto e misto, quest'ultimo è derivante dalla combinazione dei primi due. Quello che cambia, tra una tipologia e l'altra, è la modalità di sottoscrizione delle quote e di conferimento dei beni immobili di proprietà all'interno del patrimonio del fondo. Il fondo ad apporto è caratterizzato, in fase costitutiva, da un ciclo inverso rispetto a quello del fondo ordinario: quest'ultimo prima raccoglie le

---

<sup>14</sup> Cosidette finestre di riapertura

<sup>15</sup> Cfr. [www. Traidingsystem.it](http://www.Traidingsystem.it)

risorse monetarie sul mercato tramite il collocamento delle proprie quote e poi procede al loro investimento. Il fondo immobiliare ad apporto, invece, raccoglie le risorse sui mercati finanziari a seguito dell'operazione d'investimento immobiliare. Nell'ordinamento italiano si distinguono due principali tipologie di fondi ad apporto:

- beni pubblici, per i quali almeno il 51% del valore complessivo dei conferimenti deve provenire dallo Stato, da enti previdenziali pubblici, Regioni, enti locali e loro consorzi, nonché da società interamente possedute, anche indirettamente, dagli stessi soggetti.
- privatistico, il valore complessivo dei conferimenti deve provenire in maggioranza da soggetti privati.

Nei fondi immobiliari ad apporto l'investimento è istantaneo, laddove nei fondi a raccolta può essere necessario anche molto tempo per costruire il portafoglio.

La maggiore trasparenza iniziale di un fondo immobiliare ad apporto non è automaticamente garanzia di migliore redditività dell'investimento, in quanto questa dipende essenzialmente dalla qualità della gestione nel corso dell'intera vita del prodotto, elemento che non ha alcuna relazione con la tipologia di fondo<sup>16</sup>.

### 1.3.2. I fondi immobiliari speculativi

Nell'evoluzione del panorama dei fondi d'investimento italiani oltre al ragguardevole sviluppo in termini di numero di fondi e patrimonio, va sottolineata anche un'innovazione di prodotto con l'autorizzazione a fine 2005 dei primi due fondi speculativi immobiliari riservati a investitori qualificati. La costituzione con questa forma permette al promotore del fondo di realizzare investimenti in assenza di limiti all'indebitamento e di concentrare il patrimonio

---

<sup>16</sup> Cfr. Liera M (a cura di ), Gli investimenti alternativi, Il Sole 24 ore, 2005, Milano, pag.77 e segg.

anche su un singolo cespite. Presentano, infatti, una leva più alta del 60% e una maggiore concentrazione degli immobili, mentre nei fondi ordinari ci sono precisi limiti percentuali per ogni singolo asset. In un mercato immobiliare maturo la costituzione di fondi speculativi immobiliari può risultare un utile strumento per operazioni a maggiore rendimento e rischio atteso. Si chiamano speculativi, il che significa che chi li compra sa che sta rischiando più che acquistando altri strumenti, ma a ben guardare sono ben lontani dai “cugini” hedge che si lanciano in avventurosi investimenti che possono anche portare alla rovina il fondo stesso. I fondi immobiliari speculativi, infatti, hanno una maggiore rischiosità rispetto a quelli ordinari, ma gli asset sottostanti sono sempre solidi come il mattone e non evanescenti come può accadere con certi titoli derivati.<sup>17</sup>

Anche per questo tipo di fondi vale il limite minimo di 500 mila euro, valido per tutti i fondi alternativi, cioè quelli dedicati a investitori qualificati. Anche un fondo immobiliare speculativo rimane una struttura patrimoniale senza personalità giuridica e non gli è permesso svolgere né attività diretta di costruzione, per l'esercizio della quale è obbligatorio affidare un contratto di appalto con imprese di costruzione, né qualsiasi attività commerciale associata agli immobili posseduti. La SGR speculativa che lancia fondi immobiliari ha certamente una fisionomia particolare all'interno del mondo dell'asset management in quanto è chiamata a gestire un portafoglio di cespiti piuttosto che di titoli, ma rimane pur sempre una società piuttosto lontana dall'imprenditorialità del mondo delle costruzioni<sup>18</sup>.

#### 1.4. I soggetti coinvolti

Il funzionamento di un fondo immobiliare ruota intorno all'attività di numerosi soggetti. La comprensione di tale funzionamento diventa essenziale per la

---

<sup>17</sup> Cfr. Bonafede A, Immobiliari speculativi, per ora investono solo in Italia, La Repubblica sezione Affari e Finanza, 2007.

<sup>18</sup> Cfr. Borghi A., Finanza immobiliare, Egea, Milano, 2009, pag.215 e segg.

valutazione della solidità del processo d'investimento e gestione di uno strumento di questo tipo.

Il perno centrale dell'intero ciclo produttivo di un fondo immobiliare è naturalmente la SGR. Quest'ultima non necessariamente svolge in autonomia l'intero processo produttivo, ben potendo avvalersi di propri delegati nell'assolvimento di specifiche funzioni. Nel suo ruolo di mandatario dei risparmiatori, tuttavia, la SGR mantiene l'intera responsabilità sull'organizzazione e sull'efficienza del ciclo produttivo, nonché sui risultati finali della gestione. Per questo motivo la SGR solitamente concentra la propria attenzione sulla funzione di asset management, oltre che sul coordinamento dell'intera attività, vale a dire sulla determinazione del portafoglio ottimale di beni e la successiva gestione dinamica del patrimonio del fondo, con particolare riferimento alle decisioni in merito alle operazioni d'investimento e disinvestimento.

Abitualmente ogni SGR si avvale di due categorie di collaboratori: soggetti imposti dalla regolamentazione a tutela degli interessi dei risparmiatori, e soggetti liberamente delegati alla realizzazione di specifiche attività, quindi su basi discrezionali. Tra i primi ricoprono un ruolo preminente la banca depositaria, tenuta a controllare la regolarità delle transazioni ordinate dalla SGR sul conto corrente del fondo e la loro rispondenza al regolamento, e l'esperto indipendente che ha il compito di aggiornare periodicamente la valutazione dei beni acquistati dal fondo per determinarne l'effettivo valore patrimoniale (NAV). Tra i soggetti più comunemente utilizzati dalle SGR immobiliari su basi discrezionali, troviamo: gli intermediari immobiliari, incaricati di curare la ricerca e l'acquisto di nuovi immobili oppure la cessione dei beni del fondo; il property e facility manager, società alle quali è affidata l'amministrazione contrattuale e fisica dei beni immobiliari del fondo; le società di costruzione per l'esecuzione di eventuali lavori di edificazione o manutenzione; professionisti quali consulenti finanziari; il project manager per il controllo del buon andamento dei lavori e così via.

La SGR può articolare liberamente i propri livelli di delega interna, nel rispetto

però di un principio generale che concentra le principali decisioni in capo al consiglio di amministrazione. Un ruolo nel processo di governance spetta anche ai sottoscrittori del fondo che possono partecipare all'assemblea dei quotisti alla quale la regolamentazione attuale riserva alcune prerogative come quella di poter revocare il mandato della SGR.<sup>19</sup> L'introduzione dell'assemblea dei quotisti, con la legge n. 326 del 2003, era intesa a rafforzare il grado di controllo dei partecipanti al fondo sull'operato dei gestori, mitigando così il rischio di comportamenti opportunistici da parte della SGR. Accanto all'assemblea dei quotisti è quasi sempre previsto anche un organismo consultivo (comitato investimenti) con funzioni di controllo sull'attività di gestione della SGR, svolte da professionisti indipendenti nominati dagli stessi quotisti o dalla SGR per conto dei medesimi, nell'interesse dei partecipanti al fondo.<sup>20</sup>

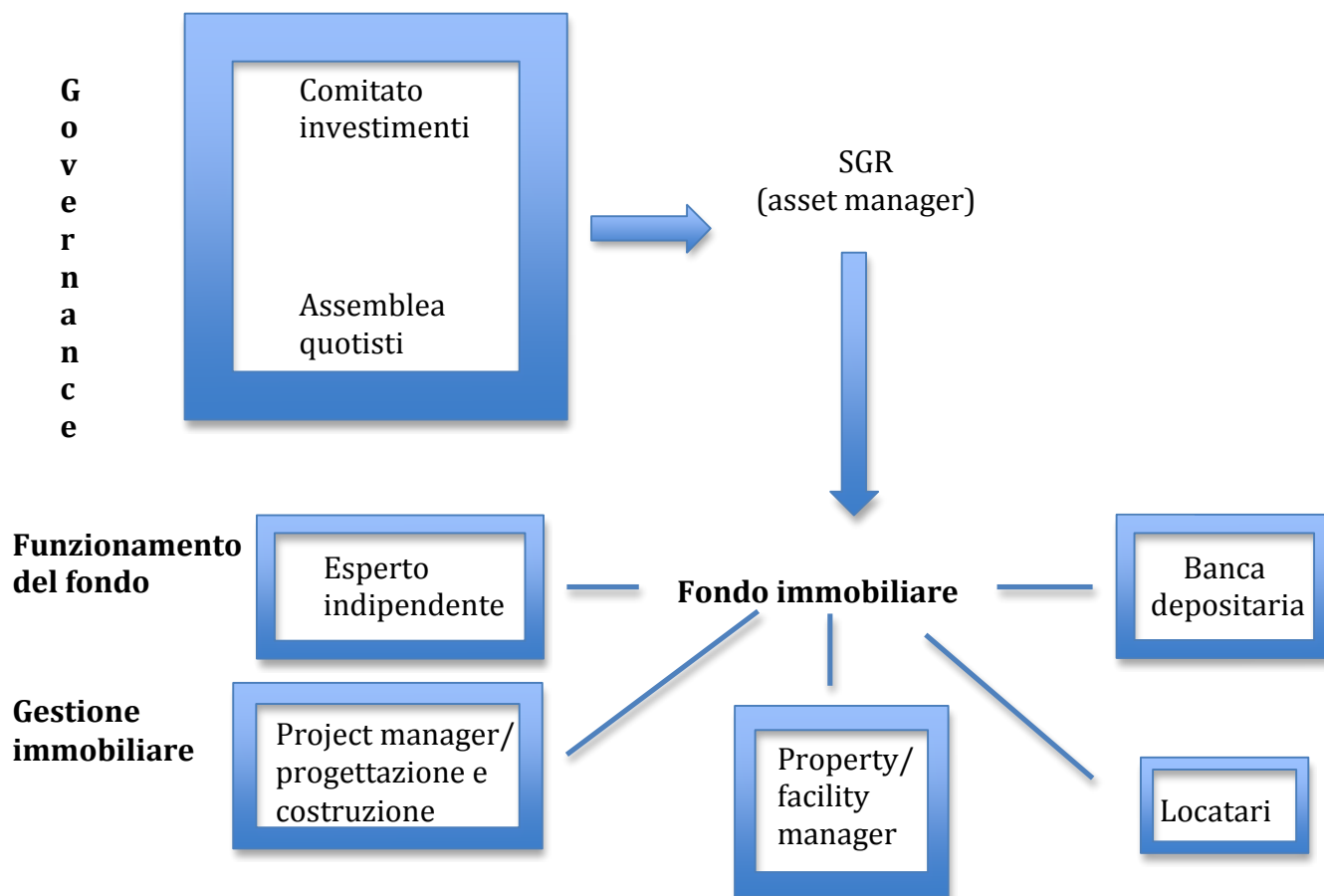
---

<sup>19</sup> Cfr. Breglia M., Catella M., I fondi di investimento immobiliari, le guide del Sole 24 ore, Milano, 2000 pag. 155 e segg.

<sup>20</sup> Cfr. Liera M (a cura di ), Gli investimenti alternativi, Il Sole 24 ore, Milano, 2005, pag.86 e segg.



FIGURA 2. I soggetti coinvolti



FONTE: Mia elaborazione

#### 1.4.1. La SGR

L'innovazione sostanziale, introdotta dal TUF, riguarda la possibilità che i servizi di gestione sia individuale che collettiva siano accentrati presso la società di gestione del risparmio (SGR). È introdotta per la prima volta nell'ordinamento italiano la figura del gestore unico, così come auspicato dagli operatori del settore e dal legislatore comunitario.<sup>21</sup>

In particolare, l'art. 33 del TUF dispone che la prestazione del servizio di

<sup>21</sup> Cfr. Banca D'Italia, Audizione di Pierluigi Ciocca, vice direttore generale della Banca d'Italia, alla commissione finanze della camera dei deputati, in "bollettino economico", n.30 febbraio 1998 pag. 66.

gestione collettiva del risparmio è attività riservata alle SGR e alle SICAV, laddove per servizio di gestione collettiva del risparmio si deve intendere il servizio che si realizza mediante le seguenti attività:

1. promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni d'investimento e amministrazione dei rapporti con i partecipanti;
2. gestione del patrimonio di OICR, di propria e altrui istruzione, mediante investimento avente a oggetto strumenti finanziari, crediti, o altri beni mobili o immobili. (art. 1, comma 1, TUF)<sup>22</sup>

La SGR svolge un'attività riservata e per operare deve essere autorizzata dalla Banca di Italia, sentita la Consob, sulla base della verifica della sussistenza di condizioni già previste nella disciplina di altri intermediari, quali la forma societaria, il capitale sociale minimo, i requisiti degli amministratori e dei partecipanti al capitale ecc. Tale autorizzazione, così come avviene per le banche e per le imprese d'investimento, può essere negata qualora non si ritenga garantita la sana e prudente gestione, purché il diniego sia motivato dall'autorità di vigilanza. Una volta ottenuta l'autorizzazione, la SGR deve iscriversi in un apposito albo tenuto dalla Banca di Italia e quest'ultima deve comunicare l'avvenuta iscrizione alla Consob. L'albo assume una funzione di pubblicità riguardo le società autorizzate. Tra i requisiti obbligatori necessari per il rilascio dell'autorizzazione, previsti dall'art 34 comma 1 del TUF, troviamo i seguenti:

- l'adozione della forma giuridica: Società per Azioni
- sede legale e direzione generale della società situate nel territorio della Repubblica Italiana
- capitale sociale versato sia di ammontare non inferiore a quello determinato in via generale dalla Banca d'Italia
- requisiti di professionalità, indipendenza e onorabilità degli esponenti

---

<sup>22</sup> Cfr. Greco G.L., Belli F., Mazzini F., Tedeschi R. (a cura di), commento all'art. 33, Il testo unico della finanza, Il sole 24 ore, Milano, 1998, pag. 54.

aziendali (amministratori, sindaci, direttore generale)

- requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale
- struttura del gruppo di cui fa parte la società non sia tale da pregiudicare l'esercizio della vigilanza sulla società stessa
- presentazione, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto, di un programma concernente l'attività iniziale nonché una relazione sulla struttura organizzativa.
- denominazione sociale contenga le parole società di gestione del risparmio.

La banca di Italia ha determinato l'ammontare minimo del capitale sociale pari a 1 milione di euro a partire dal 1/01/1999, che deve essere versato interamente. Devono essere indicate le tipologie di fondi che la SGR intende istituire e a favore di quale clientela, nonché le modalità di svolgimento dell'attività gestoria, chiarendo se questa si limiterà alla istituzione e promozione di fondi oppure si estenderà allo svolgimento diretto dell'attività stessa.

Nella gestione dei fondi immobiliari, le SGR devono rispettare alcuni limiti e divieti. I principali limiti sono stati fissati dalla Banca d'Italia al fine di assicurare il frazionamento del portafoglio tra una pluralità d'impieghi alternativi e il contenimento dei rischi di gestione. La principale limitazione, in questo senso, è senza dubbio quella che impedisce alla SGR di investire il patrimonio del fondo in misura superiore a un terzo delle sue attività in un unico bene immobile avente caratteristiche urbanistiche e funzionali unitarie. Tale limite può essere superato solamente nel caso di fondi riservati a investitori qualificati, ai quali si attribuisce una maggiore capacità professionale di valutare anche investimenti maggiormente rischiosi. L'eccezione tuttavia riguarda solo i limiti e non anche i divieti che si estendono a qualsiasi fondo immobiliare. Tra i divieti imposti a questo strumento d'investimento troviamo quello di svolgere attività diretta di costruzione, che però non esclude di affidarla in appalto, o lo svolgimento di qualsiasi attività commerciale. Inoltre, i fondi immobiliari

possono fare ricorso al debito nel limite del 60% del valore delle attività in portafoglio, in virtù della natura reale dei beni posti a garanzia del debito.<sup>23</sup>

#### 1.4.2. La banca depositaria

La banca depositaria svolge un ruolo di controllo delle operazioni svolte dalla società di gestione del risparmio, pertanto deve essere vista come un “ terzo garante” con compiti di controllo dell’operato della società di gestione. La Banca di Italia ritiene che i compiti della banca depositaria consistano non solo nell’assolvimento dell’incarico di custodia dei beni del fondo e di esecuzione delle operazioni ordinate dalla società di gestione, ma anche da doveri di controllo nonché di riferimento all’ autorità di vigilanza stessa<sup>24</sup>

I compiti della banca depositaria riguardano, quindi, oltre la custodia degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo, l’accertamento della legittimità delle operazioni di emissione e rimborso delle quote del fondo, nonché il calcolo del loro valore e la destinazione dei redditi. Deve poi anche provvedere a valutare che nelle operazioni relative al fondo la controprestazione sia rimessa nei termini d’uso, oltre all’effettiva esecuzione delle istruzioni della società di gestione del risparmio, sempre che queste non siano contrarie alla legge, al regolamento del fondo o alle istruzioni delle autorità di vigilanza. Data la delicatezza e complessità dei suoi compiti, si capisce perché la banca depositaria debba essere una e una sola per fondo e debba agire in modo trasparente e nell’interesse dei partecipanti.

I sindaci della banca depositaria devono riferire immediatamente alla Banca di Italia e alla Consob di eventuali irregolarità accertate nell’operato della società di gestione. Quest’obbligo adesso compete esclusivamente a loro, dato che i sindaci della società di gestione con la nuova normativa non hanno più questo dovere di comunicazione immediata all’autorità di vigilanza.

---

<sup>23</sup> Cfr. Liera M., Gli investimenti alternativi, Il Sole 24 ore, Milano, 2005, pag. 85 e seg.

<sup>24</sup> Cfr. Sciotti A., Commento all’art.38, Il testo unico della intermediazione finanziaria, Commentario al D.Lgs. 24 Febbraio 1998, pag.301.

### 1.4.3. Gli esperti indipendenti

I fondi italiani sono chiusi e pertanto il patrimonio deve essere valutato ogni sei mesi da esperti indipendenti al fine di certificarne il valore netto contabile.

Nell'attuale normativa gli esperti ricoprono il ruolo che era del collegio dei periti nella legge n. 86 del 1994, senza significative variazioni. Secondo il decreto n° 228 del 1999, gli esperti possono essere persone fisiche o giuridiche e, per poter essere nominati, devono godere di specifici requisiti.

Gli esperti persone fisiche devono avere i seguenti requisiti:

- ininterrottamente iscritti, da non meno di cinque anni, in un albo professionale che permetta di eseguire operazioni di valutazione dei beni in cui investe il fondo;
- requisiti di onorabilità previsti anche per gli esponenti aziendali della SGR.

Relativamente agli esperti persone giuridiche invece:

- devono essere estranee al gruppo al quale eventualmente appartiene la SGR che conferisce l'incarico;
- devono espressamente menzionare nel loro oggetto sociale la valutazione di beni in cui investe il fondo;
- devono essere dotati di una struttura organizzativa adeguata all'incarico.

Il consiglio di amministrazione della SGR verifica la presenza dei requisiti richiesti. L'incarico ha una durata di tre anni ed è rinnovabile una sola volta.

Gli esperti, entro 30 giorni dalla data di riferimento per la valutazione del fondo, solitamente ogni sei mesi, presentano una relazione di stima sul valore dei cespiti. In tale relazione vanno anche indicati la consistenza, la destinazione urbanistica, l'uso e la redditività dei beni immobili inclusi nel patrimonio del

fondo.<sup>25</sup> Deve essere inoltre richiesto agli esperti un giudizio, corredato da una relazione che esponga i criteri seguiti, sul valore degli immobili che la società di gestione intende vendere durante la gestione del fondo.

### 1.5. Assogestioni

Assogestioni è l'associazione italiana dei gestori del risparmio. Nata nel 1984 per iniziativa delle prime società di gestione, rappresenta oggi circa 300 associati tra cui la maggior parte delle SGR italiane, delle società d'investment management straniere operanti in Italia e diverse banche e imprese di assicurazione che operano nell'ambito della gestione individuale e della previdenza complementare. L'associazione assiste i suoi membri offrendo consulenza e supporto tecnico su tematiche legali, fiscali, operative e promuove un dialogo costante con gli operatori del settore e le istituzioni sui temi dell'investimento, della tutela del risparmio, della corporate governance e dell'innovazione regolamentare e operativa dell'industria. In ambito internazionale Assogestioni fa parte di EFAMA (European Funds and Asset Management Association), con cui collabora per lo sviluppo della normativa comunitaria e per un'efficace autoregolamentazione del settore europeo del risparmio gestito. L'associazione ha contribuito nel corso degli anni alla crescita del risparmio gestito in Italia mediante il dialogo costante con le istituzioni, una quotidiana collaborazione con i media e la promozione di una maggiore cultura finanziaria presso i risparmiatori. Con l'obiettivo di favorire l'adozione delle migliori condizioni normative per gli operatori, Assogestioni ha sostenuto l'autoregolamentazione del settore e ha partecipato al recepimento delle direttive comunitarie riguardanti il risparmio gestito, intervenendo presso le autorità nel processo di regolamentazione degli operatori e degli strumenti finanziari introdotti sul mercato.

---

<sup>25</sup> Cfr. Mainetti W., Cacciamani C. ( a cura di), I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria, Economia, diritto e marketing e finanza immobiliare, Egea, Milano, 2012, pag. 80

Possono presentare domanda di ammissione ad Assogestioni le società e gli enti autorizzati a svolgere attività di gestione del risparmio sotto qualunque forma, anche previdenziale. La richiesta può essere avanzata anche da parte di associazioni di categoria e fondazioni che perseguono finalità comuni o affini a quelle di Assogestioni.<sup>26</sup> L'assemblea di Assogestioni è composta dai rappresentanti delle società associate che ogni tre anni eleggono il presidente, i tre vicepresidenti, il consiglio direttivo e il collegio dei revisori. Il presidente, nonché legale rappresentante, ha il compito di indirizzare l'attività generale dell'associazione e presiede i lavori del comitato esecutivo e del consiglio direttivo. Quest'ultimo determina l'indirizzo strategico e le iniziative da assumere nell'interesse generale dell'associazione per il raggiungimento dei suoi fini istituzionali, quali la promozione e il supporto allo sviluppo dell'industria italiana della gestione del risparmio.

Tra i benefici per le società associate ritroviamo i seguenti:

- assistenza tecnica: accesso al supporto tecnico e alla consulenza offerta dai professionisti dell'associazione, consultazione di circolari informative e interpretative della normativa, accesso a informazioni statistiche di dettaglio sull'industria, partecipazione ai gruppi di lavoro e alle commissioni tecniche su tematiche legali, fiscali e di compliance, coinvolgimento in comitati attivi su aree specifiche quali ad esempio gli hedge funds, i fondi immobiliari, la previdenza, l'antiriciclaggio e la comunicazione;
- networking: appartenenza ad un esteso network di practitioners del settore e partecipazione ad occasioni di confronto e dibattito su temi d'interessi per il settore;
- lobbying: possibilità di un ruolo attivo nella determinazione degli orientamenti, delle politiche e delle strategie dell'Associazione tramite

---

<sup>26</sup> Cfr. [www.assogestioni.com](http://www.assogestioni.com)

l'elezione nei suoi organi associativi;

- visibilità: presenza sul sito dell'Associazione e nella reportistica statistica periodica ripresa dalla stampa specializzata;
- sconti: accesso a prezzo ridotto a servizi quali la pubblicazione delle quote su alcuni quotidiani nazionali;
- informativa: la ricezione di rassegna stampa di settore e pubblicazioni specialistiche.

Tra gli obblighi per le società associate, invece ritroviamo i seguenti:

- osservanza dello Statuto e del Codice deontologico di Assogestioni
- collaborazione con gli altri associati per la realizzazione dei fini istituzionali
- contributo alle spese associative.

Assogestioni offre accesso a informazioni relative al settore anche a società ed enti non autorizzati a svolgere attività di gestione del risparmio. In particolare:

- servizio circolari: la sottoscrizione del servizio permette di accedere all'area riservata del sito [www.assogestioni.com](http://www.assogestioni.com) per effettuare ricerche e consultazioni delle circolari emesse da Assogestioni dal 1° settembre 1999 e permette di far partecipare agli eventi proposti da Assogestioni Formazione, con le stesse modalità e costi previsti per gli Associati.
- servizio dati: la sottoscrizione del servizio permette di ricevere, via posta elettronica, informazioni periodiche sui flussi di raccolta, sul patrimonio e sulla composizione sintetica del portafoglio, ove disponibile, dei fondi comuni aperti e dei fondi pensione aperti. E' altresì possibile ricevere l'elenco dei benchmark adottati dai fondi comuni di diritto italiano.



## 1.6. I fondi immobiliari quotati: relazione tra NAV e prezzo di mercato

### 1.6.1. Il processo di quotazione del fondo immobiliare

Il regolamento di ciascun fondo deve indicare se per le quote è prevista la quotazione nel mercato regolamentato MIV (Mercato degli Investment Vehicles). La quotazione è comunque obbligatoria per i fondi retail che prevedono un ammontare minimo di sottoscrizione inferiore ai 25.000 €; il piccolo risparmiatore ha così la possibilità di liquidare la propria partecipazione al fondo in ogni momento.

La SGR può richiedere l'ammissione delle quote alla negoziazione entro 24 mesi dalla chiusura dell'offerta o dal completamento del collocamento. La figura dello "specialist" garantisce la liquidità delle quote esponendo continuamente sul mercato proposte di acquisto e di vendita che non si discostino tra di loro di uno spread superiore a quello stabilito da Borsa Italiana nel provvedimento di inizio negoziazioni.

Vediamo ora le fasi principali che conducono un fondo immobiliare all'ammissione alla quotazione.<sup>27</sup>

#### 1. nomina di uno sponsor.

Lo sponsor può essere una banca o un'impresa d'investimento nazionale, comunitaria ed extracomunitaria. Ha il compito di presentare la società in Borsa e seguirla durante tutto l'iter di quotazione adempiendo gli impegni previsti, tra cui la pubblicazione di due analisi finanziarie l'anno e l'organizzazione di due incontri annui tra emittente e investitori.

#### 2. accettazione di Borsa Italiana

Entro due mesi dalla presentazione della domanda, Borsa Italiana ammette o rifiuta la domanda e comunica la decisione alla Consob.

---

<sup>27</sup> Cfr. [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

### 3. deposito prospetto presso CONSOB

L'efficacia della delibera di ammissione ha validità 6 mesi ed è subordinata al deposito del prospetto di quotazione presso la Consob.

### 4. perfezionamento ammissione

Borsa Italiana, accertata la messa a disposizione del pubblico del prospetto informativo, stabilisce la data d'inizio delle negoziazioni e ne informa il pubblico tramite proprio avviso.

### 5. possibile revoca ammissione

Borsa Italiana deve essere informata di ogni fatto che possa influire sulla valutazione degli strumenti finanziari che si verificano nel periodo tra la delibera di ammissione e l'inizio delle negoziazioni, pena la revoca dell'ammissione.

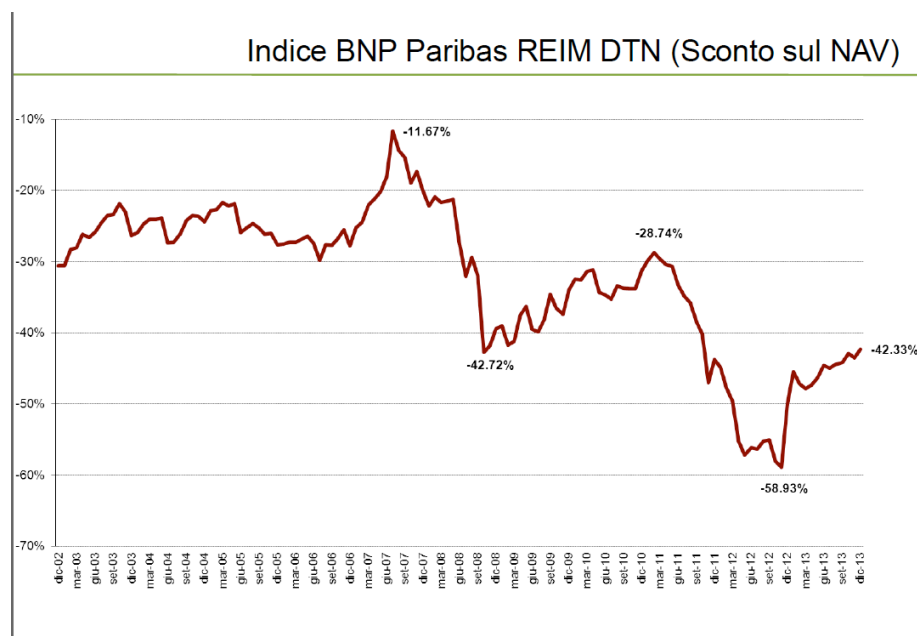
#### 1.6.2. Relazione tra NAV e prezzi di mercato.

Gli investimenti immobiliari sono oggetto di una relazione di stima condotta da esperti indipendenti che esprimono un giudizio di congruità dei valori di ogni singolo investimento, ma qualora le quote del fondo immobiliare siano negoziate in un mercato finanziario queste vengono scambiate a un prezzo che si forma dall'incontro tra la domanda e l'offerta del titolo, cosiddetto prezzo di mercato. Tale caratteristica permette di analizzare la performance dei fondi italiani considerando due valori: il valore contabile della quota e il prezzo di mercato, espressione di due metodologie valutative differenti rispettivamente di natura patrimoniale e finanziaria.

Tali valori possono essere tra loro discordanti, generando un premio o uno sconto per chi vende la quota. Si parla di sconto quando il prezzo di mercato è inferiore al valore stimato nel rendiconto finanziario, nel caso contrario si parla di premio. Nel mercato italiano i fondi hanno quasi sempre registrato uno Sconto sul NAV rispetto alla quotazione di Borsa: l'Indice BNP Paribas REIM DTN misura a livello di intero settore l'andamento dello scostamento tra prezzo della quota in

Borsa e il NAV e può essere pertanto considerato come un'ottima approssimazione dello Sconto sul NAV medio di settore.

FIGURA 3. Sconto sul NAV



FONTE: [www.reim.bnpparibas.it](http://www.reim.bnpparibas.it)

In particolare, prezzi di mercato significativamente e persistentemente inferiori al NAV possono compromettere la capacità di raccolta dei fondi: gli investitori non hanno convenienza ad acquistare le quote in sede di collocamento piuttosto che di riapertura delle sottoscrizioni a valori di net asset, ma optano per un loro successivo acquisto nel mercato secondario a prezzi inferiori.<sup>28</sup> La quotazione a sconto sul NAV dei prezzi delle quote di fondi chiusi immobiliari, o delle azioni di holding di partecipazione in società immobiliari o di società che investono in

<sup>28</sup> La presenza di persistente sconto di quotazione incide sull'efficacia della previsione normativa di riaperture del fondo in fasi successive al collocamento. La normativa in questione, infatti, prevede una valorizzazione al NAV delle nuove quote emesse nonché di quelle rimborsate, favorendo, da un lato le richieste di rimborso e riducendo, dall'altro, la convenienza per i nuovi sottoscrittori. Cfr. Biasin M., Giacomini E., Quaranta A. G., Quotazione a sconto, governance e regolamentazione dei fondi immobiliari italiani, Bancaria, 2010, volume 66, fascicolo 1, pag. 40 e segg.

attività immobiliari reali è un fenomeno diffuso sui mercati e ampiamente studiato in letteratura. E' possibile identificare due filoni di ricerca principali: il primo nell'ambito dell'economia razionale, basata sul principio di efficienza dei mercati, il secondo, nell'ambito dell'economia emotiva.<sup>29</sup>Tra le cause principali dello sconto sul NAV ipotizzate e testate nel corso del primo filone di studi si riportano i meccanismi di governance, la leva finanziaria, la liquidità degli scambi, la dimensione e la durata residua del fondo.

Vediamo ora, brevemente, che impatto hanno queste variabili sul NAV e sul prezzo di mercato:

1. Un più efficace sistema di governance si ritiene possa potenzialmente fungere da incentivo per la SGR a massimizzare il valore del fondo, mitigando il rischio di comportamenti opportunistici per effetto della minaccia di takeover da parte di soggetti terzi, mossi dalla convinzione di poter conseguire una gestione più efficiente del patrimonio del fondo.<sup>30</sup> L'effetto atteso sul prezzo di quotazione sarà dunque positivo, mentre si può plausibilmente ritenere che il valore patrimoniale netto non sia di fatto influenzato. Ci si attende pertanto che una più stringente governance influisca positivamente sullo sconto, riducendolo.
2. Il ricorso all'indebitamento per bassi livelli può ridurre la discrezionalità nelle scelte d'investimento dei gestori: quest'ultimi saranno maggiormente incentivati a effettuare investimenti tali da poter consentire loro di far fronte sia al servizio di debito sia al pagamento dei rendimenti attesi. L'effetto generato sarà una minore probabilità di default che potrà incidere positivamente sul prezzo di mercato delle quote. Viceversa un'alta leva finanziaria potrebbe generare un incremento della probabilità di default e di conseguenza una diminuzione del prezzo di mercato. L'effetto atteso sul

---

<sup>29</sup> Cfr. Manetti W., a cura di Sorgente SGR, NAV, TIR, Quotazione: quanto rende davvero un fondo immobiliare, 2008

<sup>30</sup> Si pensi ai poteri conferiti all'assemblea dei quotisti.

NAV di nuovi investimenti immobiliari integralmente finanziati con capitale di debito è, invece, neutrale se il gestore effettua investimenti con VAN nullo, cioè se il prezzo di acquisto corrisponde idealmente al valore corrente di mercato. Solo in questo caso l'incremento di valore dell'attivo sarebbe perfettamente compensato dall'incremento nominale dell'indebitamento contratto per finanziare l'investimento stesso.

3. Riguardo la durata residua, più lontana è la scadenza più è incerta la prevedibilità dei flussi ritraibili dall'investimento. Di conseguenza, il premio per il rischio richiesto all'investitore sarà maggiore riducendo così il prezzo di borsa. Di contro il NAV non è influenzato dalla durata residua del fondo.
4. La dimensione del patrimonio immobiliare gestito ha un effetto positivo sia sul prezzo di borsa sia sul NAV. Con riferimento al prezzo di borsa, i fondi con elevato patrimonio riducono l'onerosità media della struttura d'intermediazione in funzione del conseguimento di economie di scala. Il beneficio derivante da tali economie di scala si rifletterà sul NAV positivamente in quanto un maggior livello di utili, per effetto di minori oneri operativi di gestione, si dovrebbe tradurre in un valore patrimoniale netto del fondo più elevato.
5. Infine riguardo alla liquidità, la facile negoziabilità delle quote riduce il premio di rischio richiesto dall'investitore, incrementando il prezzo di mercato e non modificando il valore del NAV. Si osservi però che la negoziabilità delle quote sul mercato secondario può impattare sul grado di volatilità dei prezzi e pertanto sui rendimenti del fondo, rendendo incerto l'effetto suddetto.<sup>31</sup>

Il secondo filone di studi, invece, postula l'esistenza di trader che operano su

---

<sup>31</sup> Cfr. Biasin M. Quaranta A. Giacomini E, Quotazioni a sconto, governance e regolamento dei fondi immobiliari italiani, bancaria, 2010, volume 66, fascicolo 1, pag.31 e segg.

base emotiva, cioè non secondo una vera conoscenza del mercato, ma sulla base dell'alternarsi di stati di paura ed euforia all'investimento. Questo filone ha verificato che al crescere dell'ottimismo dei consumatori si riduce lo sconto sul NAV e viceversa.

Con riferimento al mercato domestico, si ritiene che la quotazione a sconto sul NAV sia determinata da caratteristiche proprie dei fondi immobiliari italiani: lo scarso flottante e la bassa capitalizzazione, la concentrazione degli investimenti per tipologia e area geografica,<sup>32</sup> l'incertezza sulla durata effettiva del fondo indotta da periodi di grazia molto lunghi e le valutazioni condotte dagli esperti indipendenti, poco trasparenti e potenzialmente in conflitto di interessi.<sup>33</sup>

La speranza è che l'istituto a cui delegare la valutazione del portafoglio immobiliare del fondo, gli esperti indipendenti appunto, non abbia alcun effetto sullo sconto in virtù dell'applicazione del requisito di professionalità e indipendenza. Dal rispetto di questi requisiti ci attendiamo che i valori di perizia siano prossimi ai valori di mercato degli immobili sul mercato reale. Pertanto, in caso di cessione di un immobile, il prezzo di vendita sarà prossimo al valore stimato in perizia, realizzando così una plusvalenza/minusvalenza tendenzialmente nulla.

Vediamo adesso, come si calcola in termini pratici lo sconto.

Lo sconto sul NAV è definito come il rapporto tra la differenza tra il valore del NAV del fondo  $i$ -esimo pubblicato nell'ultimo rendiconto disponibile al mese  $t$  e il prezzo di quotazione in borsa alla fine del mese  $t$ , e il medesimo valore del NAV. Si precisa che il valore del NAV è assunto costante durante il semestre e pari al valore risultante nell'ultimo rendiconto pubblicato. Ad esempio, dal mese di luglio al mese di dicembre il NAV assume il valore indicato nel rendiconto di

---

<sup>32</sup> I primi fondi immobiliari italiani sono stati ordinari, senza aver prima individuato un patrimonio immobiliare in cui investire lasciando ampia libertà al gestore nella scelta degli investimenti in termini di localizzazione geografica e destinazione d'uso. Cfr. Morri G., Performance e sconto per i fondi immobiliari italiani, Economia e management, 2004, fascicolo 2, pag. 3

<sup>33</sup> Cfr. [www. Norisk.it](http://www.Norisk.it) , “Quanto ci costa lo sconto?”

giugno, mentre per il periodo da gennaio a giugno è utilizzato il NAV riportato nel rendiconto di dicembre. Quest'assunzione non è ritenuta restrittiva ed è preferibile all'utilizzo di metodi di interpolazione lineare. Infatti, dato che le variazioni del NAV sono prevalentemente legate alle fluttuazioni del valore del portafoglio immobiliare e data l'illiquidità dei beni oggetto di valutazione, è plausibile ritenere che il valore degli stessi non si discosti significativamente nell'arco di sei mesi.

La variabile SCONTO è quindi definita formalmente come segue:

$$\text{SCONTO}_{i,t} = (\text{NAV}_{i,s} - P_{i,t} / \text{NAV}_{i,t}) \times 100$$

dove:

- $P_{i,t}$  rappresenta il prezzo di quotazione del fondo, i-esimo al mese t,
- $\text{NAV}_{i,s}$  è il valore del NAV del fondo i-esimo riportato sul rendiconto del semestre

Lo sconto sul NAV può essere inteso come un indicatore necessario per valutare la convenienza di un investimento, tuttavia lo stesso deve essere analizzato anche in relazione al rapporto d'indebitamento del fondo e, quindi, deve essere analizzato a livello di GAV o di valore degli immobili. Lo sconto sul GAV può essere calcolato sommando al prezzo di Borsa il valore del debito finanziario. Nell'esempio riportato nella tabella seguente, si analizzano tre diversi fondi che presentano gli stessi valori di NAV e di sconto, ma con una diversa struttura finanziaria.<sup>34</sup>

---

<sup>34</sup> Cfr. Morri G. Benedetto P., Leverage and NAV Discount: evidence from Italian real estate investment funds, in Journal of European Real Estate Research, vol. 2, pag 33 e segg.

FIGURA 4: Esempio sconto sul NAV

	FONDO	1	2	3
a)	Prezzo della quota	60,00	60,00	60,00
b)	NAV della quota	100,00	100,00	100,00
<b>c) = (b-a)/b</b>	<b>SCONTO SUL NAV</b>	<b>40,00%</b>	<b>40,00%</b>	<b>40,00%</b>
d)	Debito finanziario	50,00	150,00	0,00
e) = b+d	GAV	150,00	250,00	100,00
f) = d/e	Loan to value	33,33%	60,00%	0,00%
<b>g) = (e-a-d)/e</b>	<b>SCONTO SUL GAV</b>	<b>26,67%</b>	<b>16,00%</b>	<b>40,00%</b>

Fonte: [www.propertyfinance.it](http://www.propertyfinance.it)

Come si può notare, lo sconto sul NAV è lo stesso per i tre fondi, pari al 40%, ma l'investitore del Fondo 3 privo di rischio, cioè con un loan to value dello 0%, pagherà un prezzo implicito per le attività minore rispetto all'investitore nel Fondo 2 con il massimo utilizzo di debito.

In definitiva, un investitore che acquista una quota di un fondo privo di debito, beneficia per intero dello sconto direttamente sul prezzo degli immobili.

### 1.7. La grande paura del 2014

Quando nacquero i fondi immobiliari quotati, nel 1997, dovevano diventare l'alternativa finanziaria all'acquisto diretto di immobili, con promesse di rendimenti al 5-7 per cento annuo o anche di più, e con la certezza di aver acquistato non titoli di carta ma "pezzetti" di beni reali. Invece, a fine 2013, i fondi immobiliari rivolti ai risparmiatori retail scontano la pratica impossibilità di vendere i beni sottostanti e dunque di rimborsare i quotisti senza rilevanti perdite in conto capitale. Sfuma così del tutto il sogno dei guadagni sicuri con il mattone finanziarizzato e si profilano le stesse perdite che un proprietario avrebbe vendendo il proprio bene. L'allarme è scattato negli ultimi mesi del 2013 e a partire dal 2014 andranno a scadenza circa 2,5 miliardi di fondi immobiliari retail che dovranno essere ceduti per rimborsare le quote ai sottoscrittori (fig. 5).

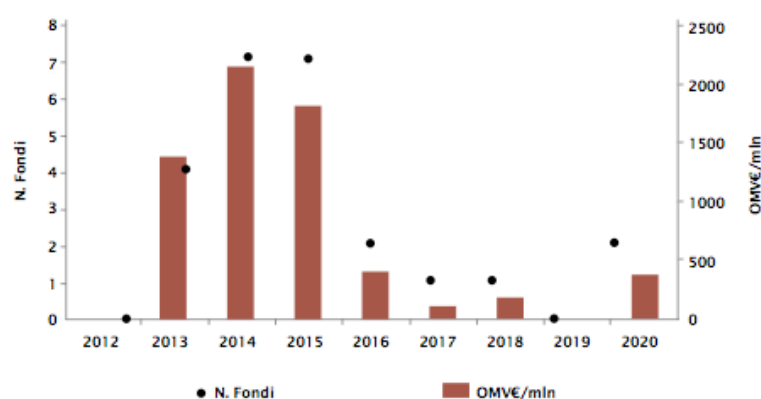
Con una crisi così profonda dell'immobiliare, con prezzi e compravendite in



forte calo, con la mancanza di liquidità nel mercato, la vendita forzata nel 2014 potrebbe peggiorare la situazione; i risparmiatori potrebbero ritrovarsi invece che con il capitale più i rendimenti medi del 5-7 per cento all'anno, come a suo tempo ipotizzato, con una drastica decurtazione del capitale stesso.

Le banche, che in passato hanno generosamente finanziato l'acquisto da parte dei fondi degli immobili, oggi sono esposte per una quota rilevante del valore di quei beni.

FIGURA 5. I fondi immobiliari quotati a scadenza



FONTE: Assogestioni, relazione marzo 2013

Sono questi i motivi per cui dalle società di gestione dei fondi immobiliari è partito da qualche tempo un Sos al governo e alla Banca d'Italia con lo scopo di rendere possibile uno slittamento in avanti, almeno alla fine del 2018, della chiusura dei fondi. Nel panorama italiano ci sono fondi che hanno già esaurito sia il periodo di "proroga", in genere 2-3 anni, sia quello "di grazia", altri 2 anni, previsti dai propri regolamenti<sup>35</sup> e altri che si sono addirittura "dimenticati" di chiedere la proroga entro i termini previsti e dunque saranno costretti ad andare

<sup>35</sup> Obiettivo è quello di evitare la dismissione dell'attivo a valori di mercato eccessivamente penalizzanti.

in liquidazione.(fig.6)

FIGURA 6. Scadenza della durata dei fondi immobiliari quotati

N.	Fondo	SGR	NAV (C/ min)	OMV (C/ min)	N. Immobili Iniziali	N. Immobili al 31.12.2011	Durata	Data scadenza naturale	Proroga	Periodo di garanzia	Scadenza (post proroghe deliberate)
1	Bnl Portfolio Immobiliare	BNP Paribas REIM Italia SGR	238	174	21	15	10	31/12/10	già prorogato	max 3 anni	31/12/13
2	Estense - Grande Distribuzione	BNP Paribas REIM Italia SGR	244	393	21	21	10	31/12/13	max 3 anni	max 3 anni	31/12/13
3	Fondo Atlantic 1	IDeA FIMIT SGR	297	655	46	32	7	31/12/13	non prevista	max 3 anni	31/12/13
4	Invest Real Security	Beni Stabili Gestioni SGR	134	153	10	6	10	31/12/13	non prevista	max 3 anni	31/12/13
5	Europa Immobiliare 1	Vegagest Immobiliare SGR	219	199	13	9	10	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
6	Fondo Delta	IDeA FIMIT SGR	210	342	4	13	8	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
7	Olinda - Fondo Shops	Prelis SGR	284	497	44	28	7	31/12/11	già in periodo di grazia (3 anni)		31/12/14
8	Securifondo	Beni Stabili Gestioni SGR	160	138	20	9	15	31/12/14	non prevista	max 3 anni	31/12/14
9	Tecla - Fondo uffici	Prelis SGR	284	452	65	24	7	31/12/11	già in periodo di grazia (3 anni)		31/12/14
10	Unicredito Immobiliare Uno	Torre SGR	533	383	20	14	15	31/12/14	max 3 anni	max 3 anni	31/12/14
11	Valore Immobiliare Globale	RREEF Fondiimmobiliare SGR	141	133	12	5	15	31/12/14	max 5 anni	max 3 anni	31/12/14
12	Fondo Beta	IDeA FIMIT SGR	147	167	41	8	8	31/12/11	già prorogato	in periodo di grazia	31/12/15
13	Fondo Alpha	IDeA FIMIT SGR	395	422	27	17	15	31/12/15	max 15 anni	max 3 anni	31/12/15
14	Fondo Atlantic 2 - Berenice	IDeA FIMIT SGR	242	518	54	31	7	31/12/12	già prorogato	max 3 anni	31/12/15
15	Investietico	AEDES BPM Real Estate SGR	176	207	13	12	10	31/12/12	già prorogato	max 3 anni	31/12/15
16	Obelisco	Investire Immobiliare SGR	142	211	12	10	10	31/12/15	non prevista	max 3 anni	31/12/15
17	Piramide Globale*	RREEF Fondiimmobiliare SGR	8	0	9	0	15	31/12/15	max 5 anni	max 3 anni	31/12/15
18	Polis	Polis Fondi Immobiliari SGR	265	281	21	9	12	31/12/12	già prorogato	non previsto	31/12/15
19	Amundi RE Europa	Amundi RE Italia SGR	188	159	15	14	15	31/12/16	non prevista	max 3 anni	31/12/16
20	Amundi RE Italia	Amundi RE Italia SGR	175	230	21	18	15	31/12/16	non prevista	max 3 anni	31/12/16
21	Immobiliun 2001	Beni Stabili Gestioni SGR	128	106	10	7	15	31/12/17	non prevista	max 3 anni	31/12/17
22	Risparmio Immobiliare Uno Energia	PensPlan Invest SGR	66	176	10	10	12	31/12/18	non prevista	max 3 anni	31/12/18
23	Immobiliare Dinamico	BNP Paribas REIM Italia SGR	375	365	2	24	15	31/12/20	non prevista	max 3 anni	31/12/20
Totale			5.051	6.363							

FONTE: Assogestioni, relazione marzo 2013

Assogestioni sta cercando di convincere il governo a stabilire una proroga d'ufficio di almeno cinque anni per portare a termine la liquidazione, in alternativa, qualora il governo non fosse in grado di far passare la legge per tempo, occorrerebbe un'iniziativa congiunta del ministero dell'Economia e della Banca d'Italia per consentire che la decisione di proroga della durata del fondo e la sua contestuale messa in liquidazione straordinaria vengano affidate all'assemblea dei partecipanti.<sup>36</sup> L'interesse di qualsiasi intervento pubblico è soprattutto a favore dei sottoscrittori, la cui vendita forzata e precipitosa degli immobili in una fase di congiuntura pesantemente negativa sarebbe dannosa. Intanto Idea Fimit SGR ha tentato una carta solitaria: il consiglio d'amministrazione del fondo Atlantic 1 ha deliberato una modifica del

<sup>36</sup> Cfr. [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it), relazione 2013

regolamento che renda possibile la proroga per ulteriori tre anni, un atto irrituale che dovrà per forza essere autorizzato da parte della Banca d'Italia.

Al di là dell'ultima proroga richiesta da Assogestioni, rimane il dubbio su uno strumento che avrebbe dovuto rivoluzionare l'approccio degli italiani ai beni immobiliari e che invece si sta rivelando inadeguato a questo scopo. Gli asset hanno una valutazione a tavolino fatta dagli esperti indipendenti (il Net Asset Value, Nav) molto maggiore del valore fotografato dalla quotazione in Borsa: chi è voluto uscire prima del previsto, ed è stato tanto fortunato da trovare un acquirente, il che non è affatto garantito, si è visto applicare sconti sul Nav anche superiori al 50 per cento. Allora c'è da domandarsi qual è il valore reale? Quello fatto a tavolino o quello decretato da un mercato dove oggi mancano liquidità e acquirenti?

Sotto accusa è anche l'impianto regolamentare: lo strumento del fondo chiuso sembra essersi rivelato troppo rigido. Il fondo quotato dovrebbe essere aperto, anche così possono presentarsi problemi di liquidità in circostanze eccezionali, ma possono essere facilmente gestiti chiudendo il rubinetto dei riscatti per qualche tempo.<sup>37</sup>

#### 1.8. SIIQ : Società d'investimento immobiliare quotate

La legge finanziaria del 2007 ha introdotto un regime fiscale agevolato per le società d'investimento immobiliare quotate in un mercato regolamentato italiano che svolgono in via prevalente attività di locazione immobiliare, cosiddette SIIQ. L'attività di locazione immobiliare si considera svolta in via prevalente se gli immobili posseduti dalla società rappresentano almeno l'80% dell'attivo patrimoniale e i ricavi derivanti dall'attività in questione rappresentano, in

---

<sup>37</sup> Cfr. Bonafede A., Fondi chiusi immobiliari, la grande paura del 2014,2013, [www.repubblica.it](http://www.repubblica.it).

ciascun esercizio, almeno l'80% dei componenti positivi del conto economico.<sup>38</sup>

Le SIIQ si differenziano dai fondi d'investimento immobiliare italiani per diversi aspetti. Non essendo Oicr, non devono sottostare ai controlli previsti a tutela del pubblico risparmio e non sono inoltre previste limitazioni all'utilizzo del debito. Nelle SIIQ la governance è la stessa delle società per azioni, con la nomina diretta degli amministratori da parte degli investitori, mentre per i fondi immobiliari i quotisti delegano alla Sgr la gestione del fondo. L'obiettivo di questa istituzione è quello di accrescere la trasparenza e l'appetibilità del mercato immobiliare, creando strumenti d'investimento rivolti ad una vasta platea d'investitori, gestiti da operatori professionali e soprattutto oggetto di una disciplina fiscale di particolare favore. Il regime speciale delle SIIQ, introdotto e disciplinato dalla legge del 27 dicembre 2006 n. 296 e dalle sue successive modifiche, nonché dal decreto ministeriale del 7 settembre 2007 n. 174, stabilisce alcuni requisiti che tali società devono rispettare:

1. quotazione in borsa;
2. gli azionisti di controllo non potranno avere una quota superiore al 51%;
3. il 35% delle quote in mano a singoli azionisti che non detengano più del 2% ciascuno;
4. l'80% dell'attivo dovrà essere investito in immobili da destinare alla locazione;
5. l'80% dei proventi dovrà derivare dalla locazione;
6. distribuzione annua di almeno l'85% degli utili.

Se le SIIQ rispettano questi requisiti, possono optare per un regime tributario agevolato ai fini dell'imposizione diretta. L'opzione per il regime deve essere esercitata entro il termine del periodo d'imposta anteriore a quello dal quale la

---

<sup>38</sup> Cfr. Cammarano G., Siiq e fondi immobiliari: discipline a confronto e problemi aperti, *Bancaria*, 2007, volume 63, fascicolo 2, pag.93

società intende avvalersene; tale opzione risulta irrevocabile e comporta per la stessa società l'assunzione della qualifica di “società di investimento immobiliare quotata”, da riportare nella denominazione sociale ed in tutti i documenti societari.

FIGURA 7. Schema riassuntivo delle SIIQ

<b>REQUISITI OGGETTIVI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Almeno 80% dell'attivo patrimoniale in immobili di proprietà</li> <li>&gt; Almeno 80% dei componenti positivi di conto economico da attività locativa (escluse variazioni del Fair Value degli immobili)</li> </ul>
<b>REQUISITI PARTECIPATIVI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Non più del 51% del capitale detenuto da un unico socio</li> <li>&gt; Al momento dell'ingresso, almeno il 35% del capitale flottante e detenuto da soci ciascuno con quote inferiori al 2% del capitale</li> </ul>
<b>DISTRIBUZIONE DIVIDENDI</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Distribuzione di dividendi per almeno l'85% dell'utile distribuibile della gestione esente</li> </ul>
<b>TASSAZIONE SUL REDDITO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Esenzione da IRES e IRAP per il reddito da attività locativa</li> <li>&gt; 31.4% di tassazione su plusvalenze da cessione di assets</li> </ul>
<b>IMPOSTA DI INGRESSO</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt; Aliquota del 20% su plusvalenze da conferimenti</li> </ul>

FONTE: [www.agenziadellentrate.gov.it](http://www.agenziadellentrate.gov.it)

Grazie al nuovo quadro normativo oggi anche il mercato italiano dispone di un veicolo di investimento, la SIIQ appunto, che permette ai piccoli risparmiatori oltre che agli investitori istituzionali specializzati l'acquisto di azioni di società immobiliari prevalentemente impegnate in attività locative, il cui flusso di ricavi è in grado di alimentare un interessante flusso di dividendi perché basate sul principio di neutralità fiscale del veicolo. L'equivalente delle SIIQ sono i REIT americani, per questo motivo vengono anche impropriamente chiamate “italian REIT”. Le ragioni che hanno indotto il legislatore italiano a introdurre questo strumento più evoluto d'investimento, per certi versi analogo al fondo comune d'investimento, devono rinvenirsi nell'esigenza di dare un nuovo slancio al settore degli affitti degli immobili e nella necessità di attenuare, o meglio evitare, la fuga di quei capitali italiani particolarmente attratti da quei paesi che avevano

già adottano questa specifica figura societaria caratterizzata dalla trasparenza fiscale e dall'obbligo di distribuzione dei profitti mediante dividendi nella misura dell'80-100%, a seconda del paese di origine.

#### 1.7.1 Elementi di criticità delle SIIQ

La disciplina delle SIIQ che si ispira ad analoghi modelli di successo utilizzati negli Stati Uniti e nei principali paesi europei presenta, tuttavia, numerosi profili di criticità.<sup>39</sup>

1. La percentuale massima di partecipazione che consente di avvalersi della denominazione di SIIQ, e di conseguenza godere del regime agevolato, è del 51% del capitale sociale con diritto di voto nell'assemblea ordinaria. Tenendo presente che nel nostro ordinamento la soglia di partecipazione al capitale che il TUF individua come discrimine, superato il quale è obbligatorio promuovere un'offerta pubblica di acquisto, è pari al 30% del capitale con diritto di voto nell'assemblea ordinaria, ne discende che mantenere la soglia massima di partecipazione al capitale della SIIQ in misura superiore a tale limite significa rinunciare a una condizione di azionariato diffuso e di contendibilità della SIIQ stessa.
2. Sotto il profilo della governance non è prevista un'assemblea dove possono trovare espressione ed esercitare poteri d'intervento i partecipanti.
3. Riguardo la tutela degli investitori non esiste l'autonomia patrimoniale tra il patrimonio della società e degli investitori. Ciò significa che il patrimonio può essere aggredito dai creditori della società stessa.
4. Sul piano della vigilanza, mentre i fondi immobiliari sono soggetti a una

---

<sup>39</sup> Cfr. Cammarano G., Siiq e fondi immobiliari: discipline a confronto e problemi aperti, *Bancaria*, 2007, volume 63, fascicolo 2, pag.94 e segg.

duplice forma di vigilanza sia dal lato della SGR, quale soggetto istitutore, sia dal lato del prodotto fondo comune, le SIIQ sono soggette solo a vigilanza informativa da parte della Consob, in quanto quotate, e a una forma di vigilanza prudenziale.

Le SIIQ sono nate per superare i limiti posti dalla Banca d'Italia alla costituzione di fondi immobiliari di proprietà di un ristretto numero d'investitori mantenendo alcune differenze che tengano conto del fatto che le SIIQ sono veicoli societari, mentre i fondi sono strumenti d'investimento collettivo del risparmio con la finalità di investire nell'interesse di una pluralità di partecipanti. Non vorremmo però che le SIIQ si rivelassero nella pratica strumenti per svuotare di contenuto l'industria del risparmio gestito immobiliare con conseguenze negative sull'affidamento e la fiducia dei risparmiatori.<sup>40</sup>

## 1.9. La disciplina fiscale

### 1.9.1 La disciplina fiscale dei fondi immobiliari

L'articolo 32 del decreto legge n. 78 del 31 maggio 2010, convertito con modificazioni successive, ha mutato l'assetto normativo dei fondi comuni di investimento immobiliare, riorganizzando notevolmente la disciplina fiscale di tali strumenti. Una riorganizzazione che ha spinto l'Agenzia delle entrate ad emettere, il 15 febbraio 2012, la circolare n. 2/E, con l'obiettivo di fornire un quadro generale di riferimento sull'applicazione delle disposizioni fiscali riguardanti i fondi immobiliari, che oggi devono fare i conti con una serie di regimi differenti a seconda delle caratteristiche proprie del fondo e dei suoi partecipanti. È proprio la suddetta circolare che ci viene in aiuto per illustrare la disciplina fiscale dei fondi immobiliari.

---

<sup>40</sup> Cfr. Morri G., La rinascita dei fondi immobiliari passa per la Borsa?, Il quotidiano immobiliare, 2011

Le disposizioni contenute nell'art. 32 del d.l n. 78/10 sono sostanzialmente volte ad arginare il fenomeno dei fondi immobiliari "veicolo", ossia la costituzione di fondi immobiliari da parte di un numero ristretto di partecipanti al fine di beneficiare del regime fiscale di favore previsto per tali strumenti, che non sono soggetti ad imposte sui redditi e all'IRAP<sup>41</sup>. Per raggiungere tale scopo è stato previsto un regime di tassazione dei partecipanti al fondo immobiliare più oneroso in funzione della tipologia dell'investitore, istituzionale o non, e della percentuale di partecipazione dallo stesso detenuta.

Ai proventi derivanti dalla partecipazione a fondi immobiliari relativi a quote detenute da investitori istituzionali (fig. 8) si rende applicabile, a prescindere dalla percentuale di partecipazione detenuta nel fondo e dalla destinazione dell'investimento, l'ordinario regime fiscale relativo ai redditi di capitale. Nei confronti di tali soggetti, la società di gestione del fondo o il soggetto presso cui le quote sono depositate, nei casi in cui esse siano immesse in un sistema di deposito accentrato, deve operare una ritenuta nella misura del 20% sui proventi riferibili a ciascuna quota, ossia sui redditi di capitale derivanti dalla partecipazione al fondo distribuiti ai possessori delle quote, nonché sulla differenza positiva tra il valore di riscatto o di liquidazione delle quote e il costo di sottoscrizione o acquisto delle stesse.

---

<sup>41</sup> Non sono tenuti al pagamento delle imposte sui redditi e all'IRAP solo i fondi immobiliari istituzionali, cioè quelli che possiedono i requisiti previsti dal TUF ( pluralità di partecipanti, autonomia gestionale della SGR senza interferenza dei partecipanti). Ai fondi non istituzionali si applicano, invece, le disposizioni ordinarie in materia di imposizione diretta con assoggettamento del fondo all'IRES e all'IRAP. Cfr. Mignarri E., La disciplina fiscale dei fondi immobiliari dopo la riforma, *Bancaria*, 2012, volume 68, fascicolo 6, pag.59



FIGURA 8. Gli investitori istituzionali

Investitori istituzionali
a) Stato italiano o enti pubblici italiani
b) Organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia
c) Enti di previdenza
d) Imprese di assicurazione italiane, limitatamente agli investimenti destinati alla copertura delle riserve tecniche
e) Intermediari bancari e finanziari italiani vigilati
f) Soggetti e patrimoni esteri istituiti in Paesi <i>white list</i>
g) Enti privati residenti in Italia con finalità mutualistiche e società cooperative residenti in Italia
h) Veicoli istituiti in Italia o in Paesi <i>white list</i> partecipati in misura superiore al 50% dai soggetti precedenti

FONTE: [www.agenziadelleentrate.gov.it](http://www.agenziadelleentrate.gov.it)

Per gli investitori non istituzionali, ossia non ricompresi nel precedente elenco, la ritenuta del 20% trova ingresso solo se si tratta di soggetti che possiedono, anche indirettamente o per interposta persona, fino al 5% del patrimonio del fondo.

Il possesso di una partecipazione superiore alla suddetta soglia comporta, quindi, per il partecipante l'imputazione pro-quota del risultato economico del fondo immobiliare partecipato e la conseguente non applicazione della ritenuta. I redditi imputati per trasparenza concorrono alla formazione del reddito complessivo del partecipante indipendentemente dalla percezione e proporzionalmente alla sua quota di partecipazione.<sup>42</sup> Ai fini della verifica della percentuale di partecipazione al fondo che rende "rilevante" la quota, si tiene conto sia delle partecipazioni detenute direttamente sia di quelle detenute indirettamente per il tramite di società controllate, di società fiduciarie o per interposta persona. La percentuale di partecipazione al fondo è rilevata al termine del periodo d'imposta o, se inferiore, al termine del periodo di gestione del fondo.

<sup>42</sup> Cfr. Mignarri E., La disciplina fiscale dei fondi immobiliari dopo la riforma, *Bancaria*, 2012, volume 68, fascicolo 6, pag.64

I redditi imputati per trasparenza rientrano nella categoria dei redditi di capitale e sono determinati escludendo dal risultato della gestione i proventi e gli oneri da valutazione maturati ma non realizzati.

Considerato che la percentuale di partecipazione “rilevante” deve essere verificata al termine del periodo d’imposta, al momento della distribuzione dei redditi conseguiti dal fondo, il sostituto d’imposta non può che applicare provvisoriamente la ritenuta del 20 per cento di cui all’articolo 7 del decreto legge n. 351 del 2001. Pertanto, qualora al termine del periodo d’imposta, il contribuente risulti titolare di una partecipazione al fondo superiore al 5 per cento, egli ha diritto allo scomputo delle ritenute subite sui redditi imputati per trasparenza dal fondo nel medesimo periodo.

#### 1.9.1.1. L’imposta sostitutiva del cinque per cento

Il comma 4-bis dell’articolo 32 stabilisce che i partecipanti a un fondo immobiliare, diversi dagli investitori istituzionali, che detengono una quota superiore al 5 per cento sono assoggettati alla tassazione per trasparenza, ma anche tenuti a corrispondere un’imposta sostitutiva delle imposte sui redditi pari al 5 per cento del valore medio delle quote detenute alla data del 31 dicembre 2010.

Nell’ipotesi in cui il fondo sia di nuova istituzione e alla data del 31 dicembre 2010 non era ancora operativo perché non aveva avviato investimenti immobiliari, l’imposta sostitutiva non è dovuta in quanto in tale periodo non sono maturati redditi immobiliari tassabili. Il pagamento dell’imposta sostitutiva produce l’effetto di adeguare il costo o valore di acquisto o sottoscrizione delle quote sia agli effetti della determinazione delle plusvalenze da realizzo, sia agli effetti dell’applicazione della ritenuta in occasione della liquidazione definitiva delle quote alla scadenza del fondo o nel caso di annullamento totale delle stesse. Il valore fiscale riconosciuto delle quote è, pertanto, pari al costo di sottoscrizione o di acquisto o, se maggiore, al valore che ha concorso alla formazione della base imponibile dell’imposta sostitutiva. Eventuali

minusvalenze derivanti dalla cessione delle quote sono comunque fiscalmente irrilevanti.

L'imposta del 5 per cento è versata dal partecipante con le modalità e nei termini previsti per il versamento a saldo delle imposte risultanti dalla dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta in corso al 31 dicembre.

In alternativa al versamento diretto, il contribuente ha la facoltà di delegare la società di gestione del risparmio o all'intermediario depositario delle quote il pagamento di tale imposta fornendo ad essi apposita provvista. In mancanza della provvista, la società di gestione del risparmio può effettuare la liquidazione parziale della quota per l'ammontare necessario al versamento dell'imposta.

#### 1.9.2 Il regime agevolato delle SIIQ

Se le SIIQ rispettano questi requisiti possono optare per un regime tributario agevolato ai fini dell'imposizione diretta, introdotto dalla legge finanziaria del 2007, che consiste nell'esenzione dell'IRES e dell'IRAP del reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare, che deve essere in via prevalente. Il reddito risultante dall'esercizio di attività diverse da quest'ultima è invece soggetto a tassazione ordinaria.<sup>43</sup> A fronte dell'esenzione fiscale la SIIQ ha l'obbligo di distribuire almeno l'85% degli utili maturati nella gestione esente sotto forma di dividendi. Nello specifico, l'esenzione riguarda sia i proventi derivanti dall'attività di locazione immobiliare, sia i dividendi percepiti sulle partecipazioni in altre SIIQ, qualora siano formati con utili derivanti da attività di locazione immobiliare. La tassazione dell'utile contabile derivante dall'attività di locazione immobiliare viene tralata dalla SIIQ ai soci percettori, cui tale utile viene distribuito sotto forma di dividendi e tassato con un'aliquota del 20%. Naturalmente, il reddito fiscale esente da IRES potrebbe non coincidere con l'utile di esercizio disponibile per la distribuzione ai soci. Tale circostanza non

---

<sup>43</sup> Per contro, l'intero reddito prodotto dai fondi comuni di investimento immobiliare non è soggetto a IRES e IRAP.

pregiudica il meccanismo di regime di funzionamento in quanto, anche nel caso in cui in un determinato esercizio una perdita fiscale corrisponda ad un utile civilistico, quest'ultimo sarà tassato in capo ai soci al momento della sua distribuzione, posto che la società sarà obbligata, anche in tale circostanza a distribuire almeno l'85% dell'utile stesso. Viceversa, in presenza di reddito fiscale esente cui corrisponde una perdita civilistica la SIIQ non potrà distribuire alcun utile e, conseguentemente, neanche i soci sconteranno alcuna imposizione.

Quindi, gli elementi caratterizzanti il regime speciale sono l'esenzione del reddito derivante dall'attività di locazione immobiliare ed il differimento dell'imposizione fino al momento della distribuzione agli azionisti. Per evitare che il regime sia utilizzato al solo scopo di sospendere la tassazione rinviandola al momento della distribuzione dei dividendi, la normativa prevede l'obbligo di distribuzione di almeno l'85% dell'utile netto derivante dall'attività di locazione immobiliare e dal possesso di partecipazioni in altre SIIQ.

L'opzione per il regime deve essere esercitata entro il termine del periodo d'imposta anteriore a quello dal quale la società intende avvalersene; tale opzione risulta irrevocabile e comporta per la stessa società l'assunzione irreversibile della qualifica di "società di investimento immobiliare quotata", da riportare nella denominazione sociale ed in tutti i documenti societari. L'accesso al regime comporterà il realizzo a valore normale degli immobili. Le plusvalenze così generate saranno assoggettate ad un'imposta sostitutiva pari al 20%, detta imposta d'ingresso, che potrà essere spalmata fino a 5 rate annuali di pari importo.

## 2. Real Estate Investment Trusts

### 2.1. La disciplina dei REITs

### 2.2. La scelta della forma organizzativa

### 2.3. Le opportunità dei REITs

### 2.4. Le tipologie: Equity real estate e Mortgage real estate

#### 2.4.1. I rischi dei mortgage reits

### 2.5. I pro e i contro dei REITs

### 2.6. Il mercato dei REITs

### 2.7. La disciplina fiscale

## 2. Real Estate Investment Trusts

### 2.1 La disciplina dei REITs

I Real Estate investment Trust sono veicoli d'investimento immobiliare dotati di forma societaria creati e disciplinati come “look through vehicle”, cioè soggetti fiscalmente trasparenti esenti ai fini dell'imposta sul reddito delle società e imponibili in capo agli investitori. Sono società immobiliari quotate che possiedono, gestiscono e affittano immobili commerciali e residenziali. Molti REITs si specializzano in un particolare settore immobiliare o in un preciso Stato. Come i fondi immobiliari raccolgono le risorse da privati o istituzioni e li investono nell'acquisto e nello sviluppo d'immobili. La particolarità dei REITs sta nel fatto che queste società possono dedurre i dividendi pagati agli azionisti dall'imponibile fiscale e quindi sono sottoposti a un solo livello di tassazione. Inoltre la società è tenuta a distribuire almeno il 90% degli utili agli azionisti : quindi a fronte di un'esenzione della società dal pagamento delle tasse sull'immobile, il risparmiatore riceve importi più elevati rispetto a qualsiasi altro tipo d'investimento. I dividendi derivano dal pagamento degli affitti da parte dei locatari.<sup>44</sup>

Gli antenati dei REITs possono essere individuati nei Business Trust<sup>45</sup>, cui i comandanti delle navi facevano ricorso per fare in modo che i loro averi, durante le lunghe assenze dovute ai viaggi, continuassero ad essere amministrati. I primi Business Trust videro la luce a Boston alla fine del 1700; tale istituto fu ideato per ovviare alla legge dello stato del Massachusetts che imponeva alle

---

<sup>44</sup>Cfr. Bruna E., Real Estate Investment Trust: il quadro normativo di riferimento, in “ Diritto ed Economia”, 1995, pag. 98 e segg.

<sup>45</sup> Il Trust è un istituto fondamentale del diritto anglosassone e può essere assimilabile al “nostro” negozio fiduciario. Nella sua forma più elementare si basa sul seguente schema: “ una persona, che costituisce il trust, stabilisce che alcuni beni vengano amministrati da uno o più trustees nell'interesse di uno o più soggetti diversi.

corporations di richiedere una speciale autorizzazione per acquisire proprietà immobiliari, oltre a negare loro la possibilità di praticarne il commercio esclusivo. I Business Trust invece potevano fare questo ed avevano anche notevoli vantaggi fiscali: erano esenti dall'imposta sulle società. Questo favorì una loro grande diffusione e divennero l'istituto di riferimento per tutto ciò che concerneva la gestione fiduciaria, anche collettiva, di proprietà immobiliari. Nel 1882 l'assemblea legislativa statale del Massachusetts stabilì che esclusivamente i Business Trust potevano commerciale in real estate<sup>46</sup>: furono istituiti i Real Estate Business Trust, tipizzando così questa attività.

I Real Estate Business Trust ( REBTs) ebbero un successo sempre crescente fino a quando la corte federale, nel 1935, stabilì che sarebbero stati colpiti dall'imposta sulle società, annullando così un privilegio fiscale più che secolare. Da qui iniziò una fase di declino dei REBTs, fino al punto in cui negli anni '50 rimasero solamente quattro fondi nella forma di business trust. Nello stesso tempo però tali fondi, con opportune pressioni politiche, premevano perché si concedesse di un'esenzione fiscale. Queste istanze furono accolte nel 1960, quando fu promulgato il Real Estate Investment Trust Act,<sup>47</sup> provvedimento normativo che, con alcune modifiche , è tuttora in vigore.

Una società che vuole qualificarsi come REITs, e quindi godere dei benefici fiscali, deve soddisfare una serie di requisiti<sup>48</sup>:

Requisiti di organizzazione. La società deve costituirsi in forma di corporation o di business trust ed essere gestita da trustees (nel caso di un trust) o da directors (se è una corporation) coadiuvati, se richiesto dagli stessi, da investment advisor.

---

<sup>46</sup> “Per real estate si intendono beni immobili, il terreno e tutto ciò che è collegato al terreno in modo più o meno permanente dal centro della terra al cielo: concetto simile a quello che noi intendiamo per proprietà.” Cfr. Lunghini A., Fondi di investimento immobiliare, Etas, 1992, pag. 222

<sup>47</sup> Legge federale che prevede i tipi di redditi che possono essere detratti, e la misura in cui possono essere detratti, dal reddito imponibile.

<sup>48</sup> Cfr. Giuliani M. E., L'inarrestabile avanzata dei REITs, Banca e finanza, 2007, volume 19, fascicolo 5, pag. 66

I trustees hanno la proprietà legale del trust con un totale controllo sulla gestione. Non sono permesse ingerenze e intromissioni da parte degli azionisti. Ovviamente gli azionisti sono tutelati nei confronti di operazioni illecite o inopportune da parte dei trustees o dei directors. Essi possono essere rimossi in ogni momento dalla maggioranza degli azionisti. Si cerca, da un lato, di concedere piena autonomia operativa al gestore del fondo e, dall'altro, di mantenere sempre la tutela dell'investitore in primo piano.

Gli azionisti devono essere almeno 100, e non più del 50% delle azioni deve essere detenuto, direttamente o indirettamente, da un numero di azionisti uguale o inferiore a 5. Riguardo il limite dei 100 azionisti, per tenerlo sotto controllo gli azionisti sono obbligati a comunicare il nominativo dell'acquirente nel caso vendano le quote del fondo. Si può verificare così se il nuovo acquirente partecipava già al fondo e di conseguenza tenere sotto controllo che sia rispettato il numero degli azionisti.

La società deve emettere azioni trasferibili e se vengono emessi diversi tipi di azioni devono essere dichiarate nella "Declaration of trust", per i trust, e nel "Corporate charter", per le corporation.

Requisiti di patrimonio. Per quanto riguarda i requisiti di patrimonio, il REIT deve avere almeno il 75% delle attività in bilancio impiegate in proprietà immobiliari, mutui e prestiti ipotecari, partecipazioni in altri REITs, oppure in liquidità o valori assimilabili alla liquidità, come i Treasury Bonds. La conformità a questo requisito viene verificata trimestralmente.

Vi è comunque una certa "elasticità", infatti, non si ha la dequalificazione del REIT per via di violazioni di tale parametro. In questo caso è previsto un periodo di 30 giorni durante il quale deve essere ripristinato il valore richiesto.<sup>49</sup>

Requisiti di formazione del reddito. I REITs devono ottenere meno del 30% del loro reddito lordo da vendite di beni immobili detenuti per meno di quattro anni e da guadagni derivanti dalla vendita di titoli detenuti per meno di sei mesi. Questa

---

<sup>49</sup> Cfr. McElroy K., Real Estate, Gribaudo, 2013, pag.91



limitazione è stata introdotta al fine di evitare operazioni speculative a breve termine nel ramo immobiliare.

Inoltre, almeno il 75% del reddito lordo dei REITs deve derivare da investimenti provenienti dal settore immobiliare, e cioè da:

- canoni di locazione di proprietà immobiliari
- plusvalenze originate da vendite di beni immobili
- interessi su obbligazioni garantite da ipoteche su beni immobili
- dividendi e guadagni derivanti dalla vendita di azioni di altri REIT
- rimborsi tasse su proprietà immobiliari
- redditi da “foreclosure”<sup>50</sup>

I requisiti di reddito, a differenza di quelli da investimento, devono essere rispettati annualmente. Se i test non risultano soddisfatti, ciò provoca la perdita di qualifica di REIT per quell’anno fiscale, con le conseguenze che ne derivano: il fondo viene considerato una normale società che tratta attività immobiliari. Questo succede a meno che i gestori non dimostrino che la non ottemperanza sia dovuta a una ragionevole causa, in qual caso, anziché la dequalificazione del fondo si ha una tassa del 100% sui profitti derivanti da tali operazioni.

Requisiti di distribuzione del reddito. Almeno il 90% degli utili netti, esclusi i capital gains, sono distribuiti agli azionisti sottoscrittori. In caso contrario si ha la perdita immediata della qualifica con conseguente tassazione dei redditi in capo alla società. Nel caso in cui il REITs abbia realizzato guadagni in conto capitale relativi alla vendita di proprietà, può scegliere se trattenere tali somme e pagarvi le tasse oppure distribuirle agli azionisti in conto dividendi.

Vediamo ora un riepilogo delle condizioni necessarie affinché si possa ottenere la qualifica di REIT:<sup>51</sup>

---

<sup>50</sup> La foreclosure property rappresenta la proprietà ottenuta dal fondo in seguito alla perdita del diritto di cancellazione di un’ipoteca da parte del destinatario di un prestito ipotecario.

<sup>51</sup> Cfr. [www.Sec.gov](http://www.Sec.gov)

- Investire almeno il 75 % del totale delle proprie attività nel settore immobiliare
- Derivi almeno il 75 % del suo reddito lordo da affitti di beni immobili, dagli interessi sui mutui che finanziano beni immobili o dalla vendita d'immobili
- Pagare almeno il 90 % del suo reddito imponibile sotto forma di dividendi agli azionisti ogni anno.
- Essere un soggetto che è tassabile come una società o un trust
- Essere gestita da un consiglio di amministrazione o fiduciari
- Avere un minimo di 100 azionisti
- Avere delle azioni totalmente trasferibili
- Non detenere più del 20% degli assets in azioni di REITs controllati
- Non detenere più del 5% in altri titoli
- Non più del 50% delle sue azioni possono essere detenute da cinque o meno azionisti.

Tra i requisiti sostanziali il più rilevante riguarda il livello d'indebitamento che non trova nella legislazione alcun tipo di limite, in quanto il basso profilo di rischio operativo dell'investimento immobiliare consente l'utilizzo di un'elevata leva finanziaria. Tra gli operatori è però opinione comune che i REIT quotati abbiano un livello di indebitamento relativamente contenuto rispetto agli equivalenti non quotati, in quanto si finanziano prevalentemente sul mercato. Questa caratteristica li ha aiutati a distribuire dividendi soddisfacenti anche in fasi difficili del mercato, perché non soffocati dagli oneri finanziari.<sup>52</sup>

## 2.2. La scelta della forma organizzativa

Al momento in cui fu emanato il REITs act nel 1960 fu stabilito che i REITs potevano costituirsi esclusivamente sotto forma di business trust o association.

---

<sup>52</sup> Cfr. Nareit, The investor's guide to Real estate investment trusts,

La situazione cambiò nel 1976. Il tax reform act emanato in quell'anno fissò come forme organizzative attuabili quella di business trust e corporation, valide ancora oggi.<sup>53</sup>

Il business trust. Il business trust rappresenta una particolare forma di trust, nel quale la proprietà di beni viene trasferita ai trustees che hanno la facoltà di disporre con operazioni di acquisto e vendita di tali beni per conto dei possessori di certificati trasferibili, rappresentanti le quote di beneficial interest nelle quali si suddivide la property.<sup>54</sup> L'amministrazione del fondo spetta quindi ai trustees che sono eletti ogni anno dai sottoscrittori delle quote.

Il vantaggio più rilevante di questa forma organizzativa è rappresentato dalla sua grande flessibilità: poteri e obblighi dei trustees sono definiti dalla Declaration of trust e, quindi, ogni business trust può avere teoricamente modalità di gestione diverse dagli altri, pur nel rispetto ovviamente delle leggi dello stato in cui opera. Un'altra caratteristica che conferisce ulteriore flessibilità è la facoltà che ha il trust di emettere nuove tranches di azioni; alcuni stati permettono di emettere un numero illimitato di certificati.

Tra gli svantaggi menzioniamo la mancata uniformità di regolamentazione riguardo la responsabilità dei detentori delle quote: alcuni stati impongono che quest'ultimi rispondano solidamente alle obbligazioni assunte dal trust, altri prevedono una limitazione di responsabilità.

La corporation. Nel caso delle corporations l'operato delle società è regolamentato dalla Charter of association, in pratica lo statuto. Le azioni della società sono costituite da common stocks che possono essere paragonate alle nostre azioni ordinarie, mentre l'amministrazione della società è affidata a un Board of Directors, organo elettivo equiparabile a un consiglio di

---

<sup>53</sup> Cfr. Ambrose B.W., Linneman P., REIT Organizational Structure and Operating Characteristics, in "Journal of Real Estate Research", n.3, 2001

<sup>54</sup> Cfr. Bruna E., Real Estate Investment Trust: il quadro normativo di riferimento, "Diritto ed Economia, Maggioli, Rimini, 1995, pag. 124.

amministrazione di una S.p.A. italiana.

Questa forma organizzativa concede significativi vantaggi laddove, invece, la forma del trust è deficitaria. Infatti, un REIT costituito in forma di corporation è innanzitutto assistito da una dettagliata regolamentazione e non esiste alcun dubbio sulla limitazione di responsabilità degli azionisti al solo capitale investito. Per quanto riguarda gli svantaggi, una più efficiente regolamentazione comporta una minore autonomia della corporation che non può emettere capital shares per un numero superiore di quello indicato nello statuto.

Secondo la forma organizzativa che presenta il REIT la gestione del fondo è demandata ai trustees oppure ai directors. Il loro compito è quello della gestione corrente delle attività e delle passività del fondo, della definizione di strategie e degli obiettivi della società, della gestione e approvazione di ogni decisione inerente ai prestiti e agli investimenti da effettuare.<sup>55</sup> Per garantire la tutela degli interessi dell'azionista e la trasparenza della gestione la maggioranza degli amministratori deve essere indipendente, ovvero non deve avere interessi privati di alcuna natura nel REIT o nell'attività a esso collegate. Nello svolgimento dell'attività gestionale gli amministratori possono essere coadiuvati da strutture amministrative interne al fondo oppure da organismi esterni che operano come consulenti, gli "investment advisors". Il ruolo degli investment advisor è in genere ricoperto da mortgages banking companies<sup>56</sup>, banche commerciali, compagnie di assicurazione, società di consulenza immobiliare.

Il rapporto tra il fondo e gli investment advisor è disciplinato dall'advisory agreement. In questo vero e proprio contratto di consulenza sono specificati i compiti, i compensi ed i servizi offerti:

- consulenze, analisi e valutazioni riguardanti l'acquisto e la vendita d'immobili;

---

<sup>55</sup> Cfr. Lunghini A., Fondi di investimento immobiliare, ETAS, 1992, pag.203

<sup>56</sup> Intermediari specializzati nell'erogare mutui ipotecari e nell'offrire consulenza e assistenza per la stipulazione degli stessi.

- gestione corrente degli immobili di proprietà del fondo ;
- consulenza finanziaria e legale sulla gestione dei prestiti;
- cura di eventuali azioni legali per conto del fondo;
- disponibilità di uffici, personale, servizi amministrativi e contabili,ecc.

### 2.3. Le opportunità dei REITs

Prevedere i rendimenti del mercato immobiliare globale è pressoché impossibile, questa è una delle ragioni per cui è necessaria un'allocazione strategica e diversificata tale da offrire un portafoglio bilanciato. L'andamento di un REIT è estraneo al mercato visto che il suo rendimento è determinato esclusivamente dal valore del patrimonio immobiliare, per questo la diversificazione sia a livello geografico sia di settore immobiliare lo rende un investimento più sicuro. Asset con comportamenti economici differenti o il cui valore derivi da fattori diversi possono conferire vantaggi al portafoglio in termini di massimizzazione del rendimento e riduzione del rischio complessivo.

L'introduzione dei REITs ha migliorato il mercato dei titoli immobiliari, sebbene la sua struttura sia importante e consenta l'apertura dei mercati, l'elemento più rilevante è l'esposizione nelle proprietà immobiliari sottostanti e i rendimenti che i loro gestori sono in grado di generare. Un investitore di un REIT può godere di due forme di rendimento: un utile costante dato dal riscatto dell'affitto e un capital gain frutto dell'aumento dell'affitto o del valore dell'immobile.

Sebbene i REITs rappresentino effettivamente una sorta di “ sportello preferenziale ” per l'acquisizione indiretta di asset immobiliari, quest'approccio necessita di un'attenta considerazione. I REITs sono specializzati in uno o due settori del mercato immobiliare, piuttosto che nel mercato generale. Su un fondo azionario europeo, per esempio, tutti i gestori hanno a disposizione la stessa scelta di azioni, per un fondo immobiliare, invece, la continua gestione e acquisizione d'immobili è determinante ai fini

dei rendimenti. Una volta che un REIT ha acquistato un edificio, nessun altro potrà possedere lo stesso bene. Di conseguenza, è probabile che la dispersione di ritorni sottostanti tra i REIT sia più elevata di quella dei fondi azionari. Per questa ragione, è sensato diversificare : la scarsa correlazione con l'andamento di azioni e titoli riduce il rischio e migliora il rendimento del portafoglio stesso.<sup>57</sup>

Quali vantaggi i REITs possono potenzialmente offrire agli investitori?

Diversificazione: Gli equity REIT investono in diversi tipi di proprietà e in diverse aree, portando la diversificazione degli investimenti dalla proprietà e dalla geografia ai portafogli degli investitori.

Dividendi: I REIT devono pagare almeno il 90 per cento del loro reddito imponibile come dividendi ai soci.<sup>58</sup> È sul mercato finanziario che un REIT deve trovare i capitali per crescere.

Liquidità: i titoli dei REIT quotati possono essere facilmente acquistati e venduti.

Performance: I REIT quotati in borsa hanno sovra performato i principali indici del mercato azionario, tra cui l'S & P 500, Dow Jones Industrials e NASDAQ Composite, dal 2003 al 2012.<sup>59</sup>

Trasparenza: I REIT quotati operano sotto le stesse regole delle altre aziende pubbliche per finalità di titoli di reporting normativo e finanziario.

Crescita: Oltre i periodi di detenzione lunghi, i rendimenti dei REIT hanno avuto la tendenza a superare il tasso d'inflazione.

---

<sup>57</sup> Cfr. Casertano G., Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, Cedam, 2011, pag. 250-253

<sup>58</sup> “Nel solo 2012, 29 miliardi dollari sono stati pagati in dividendi agli investitori REIT.”. Cfr. Relazione del 2013. [www.nareit.com](http://www.nareit.com)

<sup>59</sup> Cfr. “Il ruolo dei REIT quotati ” Wilshire Associates, 2012.

## 2.4. Le tipologie: equity real estate e mortgage real estate

Nella grande famiglia dei REITS, più di 300 quelli dotati di qualificazione, esistono tre grandi categorie che si distinguono per la strategia d'investimento:

- equity fund, investono in immobili e i loro redditi derivano principalmente da affitti.
- mortgage fund, rilevano e gestiscono crediti ipotecari. Le loro entrate derivano principalmente dai guadagni ottenuti con gli interessi dei mutui ipotecari.
- hybrid fund, uniscono le caratteristiche del primo e del secondo tipo. Investono sia in immobili sia in mutui ipotecari.

I REITs che investono direttamente in immobili vengono poi classificati in base alla tipologia d'immobile scelta come obiettivo d'investimento, se adottano una strategia di concentrazione e non di segmentazione.

Sul sito NAREIT<sup>60</sup> troviamo una loro classificazione :

- diversified: investono in immobili di vario genere
- health care facilities: investono in immobili adibiti a case di cura, ospedali, laboratori, ecc.;
- hotel/motel: investono in alberghi
- industrial: investono in immobili ad uso industriale
- office: investono in immobili destinati ad ospitare uffici
- residential: investono in immobili ad uso abitativo
- retail: investono in immobili ad uso commerciale
- Speciality: investono in proprietà immobiliari che non rientrano nelle categorie precedenti, come per esempio prigioni, strutture sportive, parchi divertimento.

---

<sup>60</sup> Cfr. [www.reit.com](http://www.reit.com)

Equity REITs. Investono quasi esclusivamente in immobili. Tale acquisizione può avvenire con varie modalità: acquisto, costruzione, scambi di proprietà, partecipazione a joint ventures. Questa attività viene di frequente finanziata tramite accensione di prestiti ipotecari, soprattutto nei periodi in cui il mercato immobiliare presenta buone opportunità. Così facendo il fondo mantiene disponibile una quota liquida, e realizza un effetto leva. Ovviamente in questo modo il sottoscrittore gode dei benefici in termini d'incremento del valore della quota, però si hanno anche rischi maggiori. Ciascun equity REIT tende a specializzarsi in determinati immobili, appartamenti, centri commerciali, edifici per uffici, alloggi. Secondo FTSE NAREIT gli equity REITs americani hanno una capitalizzazione di mercato di 605.000 milioni di dollari e rappresentano la maggioranza dei REITs negli Stati Uniti. Gli equity reits sono un ottimo strumento contro l'inflazione che spinge in alto gli affitti mentre i mutui rimangono stabili; godono dell'apprezzamento di valore degli immobili di proprietà e garantiscono un portafoglio diversificato, liquido e a basso costo. Aggiungere una classe di attività che ha rendimenti reali positivi e bassa o variabile correlazione con azioni ordinarie aiuta ad aumentare i rendimenti a lungo termine di un portafoglio. Il loro obiettivo primario è ottenere profitti mediante l'acquisizione e la gestione degli immobili.

Vediamo ora tre tipi di equity REITs:

- Net lease. Con questo contratto il REIT, proprietario dell'immobile, ne cede l'uso alla controparte. Quest'ultima è gravata dai costi di manutenzione e assicurazione, e dalle imposte, oltre che del pagamento del canone, che di solito è indicizzato al costo della vita. Il REIT si assicura così un reddito minimo sicuro senza doversi preoccupare di aumenti d'imposte e di altri incrementi di costo.

- Land purchase lease back. In questo caso abbiamo un terreno, di proprietà del REIT, sul quale è stato edificato un immobile che è di proprietà del costruttore. Con questo contratto il REIT concede in leasing



il terreno al costruttore, il quale ha normalmente anche un'opzione di acquisto del terreno esercitabile entro una certa data. Così facendo il REIT si assicura un certo flusso di reddito e il costruttore necessita di un minor capitale da investire, oltre ad avere quote di ammortamento che incidono in maniera maggiore sul totale del capitale, riducendone così il reddito tassabile.

- Purchase lease back. Il REIT acquisisce una proprietà da un soggetto e poi la concede in locazione allo stesso soggetto, il quale così può usufruire dell'immobile avendo però a disposizione al tempo stesso i capitali derivanti dalla sua vendita.

Mortgage REITs: Basano i loro investimenti immobiliari nel mercato dei mutui. Acquistano mutui immobiliari, ipoteche esistenti o titoli garantiti da ipoteca. I loro ricavi sono generati principalmente dall'interesse che ottengono dai prestiti ipotecari e pagano la maggior parte del loro reddito a investitori sotto forma di dividendi. Quando una banca presta denaro a qualcuno per l'acquisto di una casa, la banca vende quel mutuo ad un acquirente mutuo, come un mREIT, e dal momento che i tassi ipotecari sono legati al mercato anche gli mREIT sono strettamente legati al mercato. Questi REITs, che sono una minoranza rispetto agli equity, acquistano prestiti garantiti da immobili, ma non possiedono o gestiscono tali immobili. Anche se hanno le proprietà come garanzia per i prestiti in cui investono, non hanno la proprietà dell'immobile.

Dal momento che detengono solo titoli di debito e non di proprietà, non possono partecipare al rialzo delle proprietà collaterali e i loro prezzi, essendo molto sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse, tendono a essere più volatili di quelli di tipo equity. Quando viene stabilito un mREIT alcune società acquistano solo i mutui che sono garantiti da un'agenzia federale e quindi hanno un minor rischio di default. Altri, invece, acquistano mutui non garantiti per ottenere maggiori dividendi oltre che maggiori rischi.

Vediamo ora le tecniche più diffuse e sperimentate:<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> Cfr. Lunghini A., Fondi di investimento immobiliare, ETAS, 1992, pag. 207

- Construction and development loans. Si tratta di prestiti alla costruzione e allo sviluppo di progetti immobiliari che consentono un elevato rendimento e la cui durata non oltrepassa generalmente il breve termine. Riguardano immobili a uso residenziale, commerciale o case uni-familiari. I prestiti vengono erogati sotto forma di mutui assistiti da ipoteca di primo grado.
- Junior loans. Sono prestiti assistiti da ipoteca di secondo grado e si utilizzano di solito nel caso di proprietari che hanno già immobili soggetti a ipoteca di primo grado.
- First mortgage long-terms loans. Si tratta di finanziamenti a lungo termine coperti da garanzia ipotecaria di primo grado, in genere a tasso variabile con clausole compartecipative alla proprietà dell'immobile, ai ricavi della gestione, oppure da eventuali capital gains provenienti da una cessione dell'immobile.
- Short term and interim financing. Consistono in prestiti di breve durata, il cui scopo principale è finanziare soggetti che non riescono a ottenere credito con le forme consuete. È un tipo di finanziamento ad alto rischio, ma che ovviamente comporta alti rendimenti.
- Mortgage pools. Si tratta di finanziamenti assistiti da ipoteche di primo grado su proprietà residenziali. Questi investimenti dei fondi sono in genere finanziati con l'emissione di obbligazioni ipotecarie garantite, le collateralized mortgage obligations.

La diversa natura dei due tipi di REITs, equity e mortgage, rende le loro caratteristiche di rischio- rendimento molto diverse. La tolleranza al rischio dell'investitore e i suoi obiettivi d'investimento determineranno quale tra questi tipi di REITs sarà il più opportuno. Considerando che i primi sono legati all'andamento del mercato immobiliare mentre i secondi sono influenzati dalle fluttuazioni dei tassi, si può dire che in generale gli mREITs sono più datti per la negoziazione nel breve termine rispetto alla strategia di detenzione a lungo

termine degli equity REITs.<sup>62</sup>

Qui di seguito vediamo una tabella che riporta l'evoluzione dei REITs negli Stati Uniti, nelle sue tre forme, nell'arco temporale 1972-2012. Possiamo riscontrare il crescente aumento negli anni di tutti e tre i tipi di REITs e la prevalenza degli equity sia in termini di numero sia di capitalizzazione. A sostegno di quest'ultimo dato trova giustificazione, a mio parere, che gli equity REITs a differenza dei mortgage soddisfano completamente gli obiettivi per cui si ricorre a questo strumento:

- diversificazione di portafoglio
- diversificazione geografica e immobiliare
- scarsa correlazione con il mercato
- elevata stabilità e capacità di combattere l'inflazione
- strumento a m/l termine a contenuto rischio e modesto rendimento.

---

<sup>62</sup> Cfr. Cacciamani C., Real Estate. Economia, Diritto e Finanza immobiliare, Egea, Milano, 2008, pag 25-34

FIGURA 9. Evoluzione del numero e della capitalizzazione dei Reits dal 1971 al 2012

Evoluzione storica della finanza immobiliare negli Stati Uniti: numero e capitalizzazione dei REIT quotati: 1971-2012								
Anno	Totale		Equity		Mortgage		Hybrid	
	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato	Numero REIT	Capitalizzazione di mercato
1971	34	1.494,3	12	332,0	12	570,8	10	591,6
1972	46	1.880,9	17	377,3	18	774,7	11	728,9
1973	53	1.393,5	20	336,0	22	517,3	11	540,2
1974	53	712,4	19	241,9	22	238,8	12	231,7
1975	46	899,7	12	275,7	22	312,0	12	312,0
1976	62	1.308,0	27	409,6	22	415,6	13	482,8
1977	69	1.528,1	32	538,1	19	398,3	18	591,6
1978	71	1.412,4	33	575,7	19	340,3	19	496,4
1979	71	1.754,0	32	743,6	19	377,1	20	633,3
1980	75	2.298,6	35	942,2	21	509,5	19	846,8
1981	76	2.438,9	36	977,5	21	541,3	19	920,1
1982	66	3.298,6	30	1.071,4	20	1.133,4	16	1.093,8
1983	59	4.257,2	26	1.468,6	19	1.460,0	14	1.328,7
1984	59	5.085,3	25	1.794,5	20	1.801,3	14	1.489,4
1985	82	7.674,0	37	3.270,3	32	3.162,4	13	1.241,2
1986	96	9.923,6	45	4.336,1	35	3.625,8	16	1.961,7
1987	110	9.702,4	53	4.758,5	38	3.161,4	19	1.782,4
1988	117	11.435,2	56	6.141,7	40	3.620,8	21	1.672,6
1989	120	11.662,2	56	6.769,6	43	3.536,3	21	1.356,3
1990	119	8.737,1	58	5.551,6	43	2.549,2	18	636,3
1991	138	12.968,2	86	8.785,5	28	2.586,3	24	1.596,4
1992	142	15.912,0	89	11.171,1	30	2.772,8	23	1.968,1
1993	189	32.158,7	135	26.081,9	32	3.398,5	22	2.678,2
1994	226	44.306,0	175	38.812,0	29	2.502,7	22	2.991,3
1995	219	57.541,3	178	49.913,0	24	3.395,4	17	4.232,9
1996	199	88.776,3	166	78.302,0	20	4.778,6	13	5.695,8
1997	211	140.533,8	176	127.823,3	26	7.370,3	9	5.338,2
1998	210	138.301,4	173	126.904,5	28	6.480,7	9	4.916,2
1999	203	124.261,9	167	118.232,7	26	4.441,7	10	1.587,5
2000	189	138.715,4	158	134.431,0	22	1.632,0	9	2.652,4
2001	182	154.898,6	151	147.092,1	22	3.990,5	9	3.816,0
2002	176	161.937,3	149	151.271,5	20	7.146,4	7	3.519,4
2003	171	224.211,9	144	204.800,4	20	14.186,51	7	5.225,0
2004	193	307.894,73	153	275.291,04	33	25.964,32	7	6.639,37
2005	197	330.691,31	152	301.490,98	37	23.393,73	8	5.806,61
2006	183	438.071,1	138	400.741,4	38	29.195,3	7	8.134,3
2007	152	312.009,0	118	288.694,6	29	19.054,1	5	4.260,3
2008	136	191.651,0	113	176.237,7	20	14.280,5	3	1.132,9
2009	142	271.992,2	115	248.355,2	23	22.103,2	4	740,8
2010	153	389.295,4	126	358.908,2	27	30.387,2	-	-
2011	146	430.167,5	123	388.106,7	23	42.060,8	-	-
2012	172	603.415,3	139	544.414,9	33	59.000,4	-	-

(valori in milioni di \$)

Fonte: NAREIT

FONTE: [www.nareit.com](http://www.nareit.com)

#### 2.4.1. Mortgage REITs : rischi

Analizziamo ora i rischi di questa tipologia di REITs meno diffuso sul mercato americano rispetto all'equity, ma comunque capace di produrre profitti. L'mREIT è legato al mercato obbligazionario in quanto i mutui non vengono acquistati solo con gli utili reinvestiti dalla società, grande parte dei quali vengono distribuiti agli investitori, ma la società ha bisogno di prendere a prestito denaro. Questo ultimo viene erogato a tassi d'interesse obbligazionari a

breve termine e investito a tassi a più lungo termine, solitamente più elevati, che non sono altro che i tassi ipotecari. Quindi, gli utili del mREITs sono direttamente proporzionali allo spread tra i due tassi e, più grande è il divario, più redditizio è il mREITs. Se la FED riesce a mantenere i tassi d'interesse a breve bassi lo spread rimane alto e gli mREITs sono un ottimo investimento. A gennaio 2012 il presidente Ben Bernanke ha annunciato l'intenzione della Fed di mantenere i tassi bassi fino alla fine del 2014, placando la più grande minaccia per gli mREITs, rendendoli più popolari.

Vediamo ora i rischi che l'investitore deve considerare per costituire il suo portafoglio<sup>63</sup>:

- I dividendi sono molto sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse obbligazionari: se la Fed decidesse di aumentare i tassi d'interesse, gli mREITs perderebbero valore.
- Se i mutui detenuti da un mREITs vanno in default, il mREITs perde i soldi. Per questo, di solito, sono molto diversificati tra mutui differenti, ma essendo limitati a un mercato non hanno la capacità di reggere un crollo del mercato dei mutui. Ne è un esempio la crisi dei mutui subprime: il mercato immobiliare dei REITs era crollato ai minimi storici nel 2008.
- L'immissione di liquidità da parte della FED e il suo impegno ad acquistare titoli garantiti da ipoteca può essere un utile strumento per creare una maggiore attività dei mutui, permettendo agli mREITs di rifinanziarsi. Dall'altra parte però, pagando in anticipo un mutuo in suo possesso, il mREITs perde il diritto agli interessi.
- Se il mREITs subisce delle perdite operative è costretto a ridurre i dividendi, e quando queste riduzioni dei dividendi vengono annunciate il prezzo delle quote dei mREITs cade. Se l'azienda opera in perdita per un periodo lungo andrà fuori dal mercato.

---

<sup>63</sup> Cfr. Allen M.T., Madura J., Springer T.M., REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns, in "Journal of Real Estate Finance and Economics", n.2, 2000

- L'obbligo di distribuire almeno il 90% del loro reddito agli azionisti limita il modo con cui possono gestire e reinvestire i loro profitti. Questo rende difficile crescere in tempi buoni e rimanere in auge in tempi difficili.

Quest'ultimi due sono validi per qualsiasi tipo di REITs.

## 2.5. I pro e i contro dei REITs

I REITs sono degli strumenti interessanti per chi vuole costruirsi una rendita alternativa alle polizze vita o alle obbligazioni, che ormai offrono dei rendimenti ridotti. Investire in REITs significa investire in immobili evitando le “noie” dell'investimento diretto nel mattone e godendo invece dei vantaggi non indifferenti della assoluta liquidità di un titolo azionario, della diversificazione del portafoglio e della gestione da parte di professionisti esperti in materia. Un REIT consente al piccolo investitore di partecipare a investimenti immobiliari su larga scala che da solo ben difficilmente potrebbe permettersi di affrontare e, essendo statisticamente poco correlati con il resto del mercato, abbassano il livello di rischio. La principale attrattiva di un REIT è il dividendo. Si tratta, infatti, di titoli poco adatti alla speculazione, data la loro scarsa volatilità rispetto alle azioni. Sono invece particolarmente indicati per i cassetisti in cerca di strumenti che offrano cedole alte e rivalutabili accompagnate ad un moderato incremento del capitale nel tempo. Ci sono anche alcuni aspetti negativi da tenere presenti, soprattutto per l'investitore italiano. Questi titoli sono quotati in dollari e quindi sia il prezzo che il dividendo risentono delle fluttuazioni del cambio. L'ideale è investire in questi titoli nei momenti di debolezza del dollaro, visto e considerato che la valuta USA è pur sempre una moneta storicamente forte. I REITs sono pur sempre dei titoli, e quindi sono soggetti a fluttuazioni dei prezzi ben più ampie di quanto potrebbero essere le fluttuazioni di un Treasury Bond, che comunque a scadenza viene rimborsato al prezzo di emissione. Con un REIT questa sicurezza non c'è, per questo è bene considerare i REITs esattamente

come degli investimenti immobiliari da mantenere sul lungo e lunghissimo periodo con lo scopo di ricavarne un dividendo periodico rivalutabile. Il dividendo, inoltre, non è detto che sia sempre sicuro perché determinati settori immobiliari possono attraversare momenti di crisi che riducono la disponibilità di cash da distribuire sotto forma di dividendi. Il settore dei REITs che investono in alberghi, per esempio, ha conosciuto una profonda crisi dopo gli eventi dell'11 settembre 2001 e alcune società sono state costrette a sospendere il pagamento dei dividendi per un certo periodo, altre a ridurlo. Per ovviare a questi inconvenienti è opportuno diversificare il più possibile tra i vari settori quando ci si costruisce un portafoglio di REITs.

## 2.6. Il mercato dei REITs

I REITs sono stati concepiti per consentire a chiunque la possibilità di investire in immobili senza doverli direttamente comprare. Molti investitori sono attratti dalla struttura dei REIT per la facilità di accesso al mercato, per la liquidità che offrono e per i dividendi molto elevati rispetto all'utile che generano. L'immobiliare si è rivelato una classe di asset chiave, grazie alla prospettiva di allettanti rendimenti a lungo termine e di diversificazione del portafoglio. I REITs sono una realtà consolidata con una capitalizzazione complessiva che, solo negli Stati Uniti, supera i 600 miliardi di dollari. Solo per fare un esempio dalla storia recente, è un REIT quello che intende creare la famiglia Malkin, che controlla l'Empire State Building di New York, per quotare il grattacielo simbolo di Manhattan: la proprietà, insieme a quella di vari altri palazzi, confluirebbe in un fondo che sbarcherebbe poi a Wall Street.

Il mercato americano dei REIT è comprensibilmente legato a quello immobiliare: nel 2008 è crollato ai minimi storici, ma nei due anni successivi ha conosciuto una rapida e solida crescita. L'anno scorso i fondi immobiliari quotati hanno raccolto circa 37,5 miliardi di dollari, il massimo dai 32,7 miliardi di dollari del 1997. La capitalizzazione è cresciuta esponenzialmente rispetto ai 412

miliardi di dollari del 2006 a 632 miliardi di dollari e, nei primi sei mesi del 2013, il mercato dei REITs ha continuato a marciare a passo nettamente superiore del comparto azionario. E' dunque un settore sicuro? Non è del tutto vero. Sul mercato si stanno facendo rapidamente spazio forme non tradizionali di REIT, studiati per ottenere il massimo ritorno, la più alta efficienza fiscale e, di conseguenza, il maggiore guadagno per gli investitori. Strumenti di questo tipo aumentano in modo significativo i rendimenti e possono incrementare il valore dei titoli anche del 25-30%, con ripercussioni a livello di contenimento del rischio. Il problema sono, o meglio potrebbero essere, gli mREIT (mortgage real investment trust), particolari fondi immobiliari ad alto rischio che raccolgono, "impacchettano" e vendono mutui e che di recente sono cresciuti a passo rapidissimo. Acquistando mutui immobiliari o ipoteche e non direttamente immobili, questo particolare tipo di REIT può creare sul mercato Cdo (collateralized debt obligation), obbligazioni garantite da debito o mutui. Quest'ultimi possono includere Abs (asset-backed securities) e Mbs (mortgage-backed securities), ovvero titoli cartolarizzati garantiti rispettivamente da asset o da mutui. Non è dunque un caso che tornino alla mente gli strumenti derivati "sintetici", costruiti e tagliati su particolari esigenze, che nel 2007 hanno provocato la bolla immobiliare e la sua successiva esplosione, con le tristemente note conseguenze devastanti sul mercato finanziario e immobiliare.

Per il momento la crisi non c'è, ma lo spettro dei subprime continua a fare paura: la Federal Reserve e il Governo americano dopo la crisi del 2008 hanno portato avanti una riforma del sistema finanziario in modo da evitare che settori troppo poco regolamentati mettano a repentaglio la stabilità del meccanismo nel suo complesso. Tuttavia, la nuova regolamentazione non è ancora del tutto applicata e muoversi tra le pieghe delle norme è in teoria ancora possibile, da qui il timore che gli mREIT siano i nuovi subprime.<sup>64</sup>

---

<sup>64</sup> Cfr. [www.ilghirlandaio.com](http://www.ilghirlandaio.com), Arcudi S., Fondi immobiliari quotati, l'ultima scommessa made in Usa: riapre il rischio subprime, luglio 2013



## 2.7 La disciplina fiscale

Il REIT è esente dal pagamento delle imposte federali sugli utili da reddito e da capital gain se rispetta le condizioni previste dalla legge. Ai fini pratici i REITs sono generalmente esenti da tassazione se rispettano l'obbligo di distribuire almeno il 90% del loro reddito ai detentori di quote, eventuali redditi reinvestiti saranno trattati come reddito d'impresa.

Il 28 maggio 2003, l'allora presidente George W. Bush firmò il "Tax Relief Reconciliation Act", che tagliò i tassi d'imposta al limite massimo del 15 % sui dividendi qualificati e sulle plusvalenze. A gennaio 2013 il presidente Obama ha firmato la legge fiscale americana "Fiscal Cliff" per evitare gli aumenti automatici dei tassi d'imposta, a fronte dei tagli della spesa pubblica. La Fiscal Cliff estende in modo permanente l'aliquota massima del 15% ai dividendi qualificati e alle plusvalenze per i singoli contribuenti che hanno un reddito lordo uguale o inferiore ai 400 mila dollari e per le coppie con un reddito lordo uguale o inferiore ai 450 mila dollari. Per i contribuenti che guadagnano al di sopra di tali soglie di reddito, l'aliquota massima sui dividendi qualificati e sulle plusvalenze è del 20%. I dividendi che non rientrano nei dividendi qualificati saranno tassati alla massima aliquota d'imposta applicabile per reddito ordinario, pari al 39,6% nel 2013.

Sempre a partire dal 2013, la "Obama Care Surtax" ha previsto un'addizionale del 3,8% sui redditi da capitale, dividendi qualificati e plusvalenze, che si applica ai contribuenti con reddito lordo superiore a 200 mila dollari e alle coppie con reddito superiore ai 250 mila dollari. Così, i dividendi qualificati e le plusvalenze dei soggetti con oltre 200 mila dollari ma sotto i 400 mila e le coppie con oltre 250 mila dollari ma sotto i 450 mila sono tassati ad un'aliquota massima del 18,8% (15% più il 3,8% per la sovrattassa sui redditi da capitale).

I dividendi qualificati e le plusvalenze dei singoli e delle coppie che superano la soglia massima, rispettivamente 400 e 450 mila dollari, saranno tassati ad un tasso massimo del 23,8% (20% maggiorato del 3,8% addizionale).

Poiché i REITs non pagano le imposte sul reddito d'impresa nella misura in cui

distribuiscono i dividendi, i redditi non da capitale continueranno a essere tassati come reddito ordinario fino all'aliquota massima pari del 43,4% (il 39,6%, più l'addizionale del 3,8% sui redditi da capitale).<sup>65</sup>

Tuttavia, i dividendi REIT, non qualificati, continuano a beneficiare di un'aliquota fiscale più bassa della tassazione ordinaria, nei seguenti casi:

- Quando un REIT effettua una distribuzione di plusvalenze (aliquota 23,8% massima fiscale, consistente in 20% tasso massimo sui dividendi qualificati, maggiorato del 3,8% sovrattassa sui redditi da capitale)
- Quando un REIT distribuisce i dividendi percepiti da una controllata imponibile REIT o di altra società (23,8% tasso massimo d'imposta: 20% di aliquota massima su dividendi qualificati, maggiorato del 3,8% sovrattassa sui redditi da capitale)
- Quando consentito, un REIT paga le imposte sulle società e mantiene i guadagni (23,8% tasso massimo d'imposta: 20% di aliquota massima su dividendi qualificati, maggiorato del 3,8% sovrattassa sui redditi da capitale).

FIGURA 10. Tassazione sui Reits

	Dividendi da plusvalenza	Dividendi qualificati	Altri dividendi
Fino al 2012	Max. 15%	Max. 15%	Tassazione ordinaria
2013	Da 18,8 a 23,8%	Da 18,8 a 23,8%	Tassazione ordinaria + 3,8%

Fonte: mia elaborazione

<sup>65</sup> Cfr. [www.Out-law.com](http://www.Out-law.com)

Concludendo, i dividendi dei REITs distribuiti vengono tassati in capo al titolare della quota come reddito ordinario, a meno che non siano considerati dividendi qualificati o plusvalenze, tassati come redditi da capitale.

- 3. La gestione dei fondi immobiliari
  - 3.1. L'impostazione del processo di gestione
  - 3.2. I fattori di rischio
  - 3.3. Il processo di valutazione del capitale
  - 3.4. Il controllo sulla gestione

### 3. La gestione dei fondi immobiliari

#### 3.1. L'impostazione del processo di gestione

Il punto di partenza per la costruzione di un qualsiasi portafoglio è individuare con chiarezza gli obiettivi d'investimento. Nella fase iniziale d'individuazione di tali obiettivi vengono normalmente identificati alcuni parametri fondamentali, quali la dimensione di portafoglio e la tipologia di investitore a cui ci si rivolge. Un investitore istituzionale, per esempio, si differenzia notevolmente da un risparmiatore privato per orizzonte temporale di riferimento e propensione al rischio. Allo stesso modo tra investitori privati esistono numerose differenze che comportano una diversa definizione della tipologia d'investitore-obiettivo.

Una volta individuati gli obiettivi d'investimento, si procede a identificare il profilo rischio-rendimento. Il rischio insieme al rendimento sono i principali elementi di valutazione dell'attività di gestione. Per quanto riguarda il rendimento deve essere individuato il livello atteso, l'eventuale necessità di un rendimento minimo, l'eventuale esigenza di disporre di flussi di cassa regolari piuttosto che l'alternativa di un rendimento assoluto al termine della vita degli investimenti. Relativamente al rischio, invece, è di solito individuata nella misura della volatilità del rendimento atteso: una volatilità contenuta implica una politica d'investimento volta a costruire un portafoglio in grado di rispettare il rendimento obiettivo con una elevata probabilità. Le tecniche di gestione del rischio sono prettamente riconducibili al concetto di diversificazione di portafoglio e si basano sulla scelta di singoli asset non perfettamente correlati per ridurre il rischio del portafoglio d'investimento.<sup>66</sup>

Inoltre, considerando la ridotta liquidità tipica dei mercati immobiliari e la complessità per tempi e costi dello smobilizzo di un investimento immobiliare è fondamentale conoscere anche il livello di liquidità attesa.

---

<sup>66</sup> Cfr. Molgora R., Gestire i fondi immobiliari: rischi e opportunità, in "Amministrazione e Finanza", pag. 520 e segg.

Infine, nella fase di composizione del portafoglio, il gestore è chiamato a scegliere quali immobili inserire al fine di rispecchiare le strategie d'investimento dichiarate e di raggiungere il profilo di rischio/ rendimento concordato con l'investitore. La scelta d'immobili si traduce pertanto in una strategia di specializzazione (concentrazione) o di diversificazione (segmentazione).<sup>67</sup>

I gestori di portafogli immobiliari si pongono sempre la domanda di quale sia la strategia ottimale da adottare: puntare sulla specializzazione per ottenere benefici in termini di efficienza o orientarsi alla diversificazione per ridurre il rischio?. La costruzione di un portafoglio investimenti immobiliari è un processo complesso con ostacoli superiori rispetto ad una gestione azionaria od obbligazionaria. Diverse ragioni, tra cui la distribuzione non normale dei rendimenti, l'errata misurazione del rischio dovuto allo smoothing, gli elevati costi di transazione e la non frazionabilità e replicabilità degli asset, spingono i gestori di portafogli immobiliari a seguire tecniche di costruzione basate sulla selezione dei singoli immobili piuttosto che l'utilizzo di modelli quantitativi di gestione, che mal si conciliano con l'unicità dell'immobile e il basso livello di efficienza del mercato.<sup>68</sup> La ridotta correlazione tra tipologie d'immobili e mercati geografici suggerisce ad alcuni gestori di seguire una politica di diversificazione del rischio, non solo per numero d'immobili, ma anche per segmento (geografico o per tipologia). Viceversa, le competenze altamente specifiche richieste dall'eterogeneità delle diverse tipologie d'immobili e dalle peculiarità esistenti in ogni mercato geografico spingono altri gestori a orientarsi verso strategie di specializzazione, investendo in una sola tipologia immobiliare o in una specifica area geografica.<sup>69</sup>

---

<sup>67</sup> Cfr. Morri G., *Diversificazione del rischio nella gestione di portafogli immobiliari: analisi della performance dei REITs americani*, Finanza marketing e produzione, 2007, pag.29 e segg.

<sup>68</sup> Cfr. Caparelli F Camerini E, *Guida all'asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica*, Bancaria, 2004, pag 106.

<sup>69</sup> Cfr. Giannotti C., *Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance*, Bancaria, Roma, 2010, pag 98.

Più precisamente, alcuni operatori preferiscono specializzarsi in una tipologia d'immobile, cioè su una specifica destinazione d'uso, sulla quale concentrare le proprie competenze: la maggior concentrazione di rischio è così bilanciata da una maggiore efficienza gestionale dovuta al know-how superiore e a eventuali economie di scala. Altri operatori, invece, focalizzano la ricerca su specifici mercati locali e contemporaneamente investono in immobili con diverse destinazioni d'uso; in tal modo assumono una forte componente di rischio geografico, che viene però supportata da una conoscenza superiore dello specifico mercato rispetto ad altri competitor, in termini di previsioni sull'andamento economico.

Nell'ultimo ventennio il mercato immobiliare ha subito una forte trasformazione con l'introduzione in molti paesi di veicoli d'investimento quotati in mercati regolamentati, che ha contribuito a innalzare il livello di finanziarizzazione del settore. Conseguentemente è aumentata la consapevolezza della necessità di adottare modelli di gestione più evoluti, con un passaggio dall'utilizzo del tradizionale approccio di composizione del portafoglio "asset by asset" al più moderno "real estate portfolio management process".<sup>70</sup> Il primo metodo di composizione consiste nel semplice accostamento d'investimenti caratterizzati da un livello di redditività coerente con gli obiettivi e non include un'analisi complessiva del profilo rischio/rendimento assunto dal portafoglio; il secondo, più razionale e strutturato, si pone come primario obiettivo la massimizzazione dell'efficienza dell'intero portafoglio, riservando la massima attenzione alle interrelazioni esistenti tra i diversi investimenti inseriti nel portafoglio.

### 3.2. I fattori di rischio

Ogni attività d'investimento di capitali racchiude in sé rischi: nei fondi immobiliari tali rischi derivano principalmente dalle fluttuazioni del mercato immobiliare. Nella definizione di fattori di rischio che condizionano i mercati

---

<sup>70</sup> Cfr. Cacciamani C., *Real Estate, Economia, diritto, marketing e finanza immobiliare*, Egea, Milano, 2012, pag 353 e segg.

immobiliari possiamo fare una prima distinzione tra rischio sistematico e non sistematico.<sup>71</sup> Il rischio sistematico rappresenta la parte di rischio che non è possibile ridurre mediante il processo di diversificazione: le politiche monetarie e fiscali, ad esempio, sono in grado di condizionare sensibilmente i mercati immobiliari nel loro complesso a prescindere dalla localizzazione e dalla tipologia dell'immobile. Al contrario il rischio non sistematico può essere contenuto mediante un'adeguata diversificazione degli investimenti in quanto non si riferisce indistintamente a tutti gli immobili presenti sul mercato, ma alle singole tipologie d'immobile o alla singola area geografica.

Qui di seguito saranno riportati e analizzati i fattori di rischio più rilevanti e le tecniche di gestione seguite per cercare di ridurre tali fattori.<sup>72</sup>

Il livello di occupazione degli immobili. Il rischio maggiore per i fondi concentrati in immobili uso ufficio, appartamenti e complessi industriali, è la mancanza di locatari. Se lo spazio non viene dato in locazione gli introiti saranno sicuramente inferiori alle aspettative. Il tasso di locazione di un determinato immobile, vale a dire la percentuale degli immobili dati in locazione sul totale disponibile allo stesso scopo dipenderà dalla sua posizione, dalle sue attrattive, dalla richiesta locale e dai concorrenti vicini. Con riferimento al settore residenziale, per esempio, si stima il tasso di locazione atteso sulla verifica dell'aumento di nuovi proprietari, sulla stabilità del mercato del lavoro, sul livello dei tassi d'interesse e i prezzi immobiliari. Chiaramente, un fondo con proprietà in aree che presentano un tasso di locazione più elevato di altre presenta una rischiosità minore di altri fondi con immobili in zone dove il tasso è inferiore

---

<sup>71</sup> Cfr. Breglia M., Catella M., I fondi di investimento immobiliare, il sole 24 ore, 2000, pag.153 e segg.

<sup>72</sup> Cfr. Casertano G., Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, Cedam, 2011 p. 253.



perché aumenta la probabilità di non ottenere introiti sufficienti e, questa incertezza, si trasferisce sul fondo.<sup>73</sup>

Il rischio ricavi. Nel settore immobiliare commerciale i canoni di locazione tendono a crescere quando i contratti di locazione sono indicizzati oppure se è stato concordato un canone legato agli incassi lordi dell'attività commerciale. I contratti d'affitto per "shopping centers" prevedono spesso quest'ultima soluzione: il canone pagato sarà più o meno elevato in base alle vendite. Di conseguenza, le proprietà immobiliari per le quali il canone è calcolato in questo modo affrontano un "rischio ricavi" come ovvia conseguenza dell'incertezza che domina ogni attività commerciale e che, legando il valore del canone di locazione al successo dell'attività, si trasferisce sul fondo. Se una regione attraversa una fase di recessione la spesa della popolazione diminuisce e con essa i ricavi delle attività commerciali, in fase di prosperità una concorrenza eccessiva, invece, può portare ad una dispersione della massa dei consumatori tra diversi esercizi con conseguenti ricavi minimi. Inoltre, poiché le vendite dipendono anche dalla combinazione delle attività presenti in un centro commerciale, dalla pubblicità, dalla manutenzione, dalla facilità di raggiungimento della zona, dalle aree di parcheggio, quest'ultime andrebbe presidiate in modo da incrementare i guadagni e diminuire il rischio ricavi.

Il rischio d'indebitamento. I fondi immobiliari possono aumentare i loro investimenti ricorrendo all'indebitamento. In tal caso, il finanziamento dei beni immobiliari acquistati è effettuato con l'accensione di mutui ipotecari a breve o lungo termine garantiti da ipoteche su immobili di proprietà.

Il ricorso al finanziamento ipotecario consente al fondo di conservare una quota di liquidità e di sfruttare al meglio la leva finanziaria: gli investimenti in immobili aumentano di più delle sottoscrizioni, con conseguente incremento del

---

<sup>73</sup> Cfr. R. Molgora, Gestire i fondi immobiliari: rischi e opportunità, in "Amministrazione e Finanza", pag. 511

valore della quota.<sup>74</sup> Naturalmente se il capitale del fondo viene aumentato ricorrendo all'indebitamento, le attività dovranno remunerare il capitale presentando un tasso di rendimento significativamente più elevato del costo del debito.

Un moderato ricorso all'indebitamento può essere usato prudentemente dai fondi per aumentare le attività possedute, ma elevati valori dello stesso senza un aumento proporzionato del rendimento, aumentano il rischio e comportano bassi livelli di cash flow a causa del pagamento degli interessi.

La diversificazione per aree geografiche. La teoria delle scelte di portafoglio suggerisce che le proprietà immobiliari debbano essere diversificate in aree geografiche differenti: si procede allora ad identificare aree di riferimento regionali o locali che possano consentire una riduzione del rischio non sistematico.

In tal modo, investendo in aree tra loro diverse e indipendenti, se un'area è colpita da una crisi economica e i prezzi crollano l'intero portafoglio del fondo sarà meno esposto al rischio rispetto al caso in cui si investisse solo in quell'area. Le perdite subite da un investimento in un'area in crisi saranno compensate, almeno in parte, dai guadagni ottenuti dall'investimento in un'area in crescita.

La distinzione secondo un criterio meramente geografico, però, non è totalmente efficace in quanto la distanza geografica tra due mercati locali non significa necessariamente che le dinamiche dei due mercati risultino effettivamente differenti. Ad esempio in due città geograficamente distanti, ma caratterizzate da economie molto simili e andamenti economici analoghi, i mercati immobiliari tendono ad avere le stesse dinamiche. Un investimento immobiliare nelle due città, quindi, potrebbe non presentare differenze di rilievo ai fini del processo di diversificazione del portafoglio.<sup>75</sup>

---

<sup>74</sup> Cfr, Massucci G., Criteri di valutazione dei fondi di investimento immobiliare, in Diritto ed Economia, pag. 182 e seg.

<sup>75</sup> Cfr. Breglia M., Catella M., I fondi di investimento immobiliare, il sole 24 ore, 2000, pag.155

Infine non bisogna trascurare il fatto che la diversificazione geografica, contemplando la necessità di operare in mercati ognuno con specifiche caratteristiche, comporta il dover operare in condizioni di scarsa conoscenza. Il concentrare le proprie risorse in un mercato specifico riduce la diversificazione geografica, ma può consentire agli operatori di acquisire maggiore professionalità nella gestione del patrimonio e maggiore redditività. Spetta ai gestori scegliere cosa preferire: la segmentazione riduce il rischio economico, la concentrazione aumenta la conoscenza del mercato.

La diversificazione per tipologia immobiliare. Come per altre forme d'investimento, l'andamento delle variabili economiche influisce sulla redditività dell'immobile presentando correlazioni diverse secondo la sua tipologia. L'investimento immobiliare in uffici o attività economiche in genere presenta una correlazione positiva con l'andamento del mercato azionario, mentre il comparto residenziale presenta rendimenti legati negativamente all'andamento delle azioni, ma correlati positivamente con il tasso d'inflazione.<sup>76</sup>

Negli Stati Uniti per effettuare una diversificazione efficace dal punto di vista del rendimento, vengono utilizzati strumenti tipici del mercato mobiliare, opportunamente modificati in modo che possano essere utilizzati anche nel settore immobiliare. Un esempio è costituito dal “ Financial Property Swap”, tramite questo strumento il gestore del fondo che ritiene il proprio portafoglio troppo concentrato in un comparto, può effettuare uno scambio con un proprietario d'immobili in un settore diverso. La gestione della quota alienata rimane al cedente, mentre il cessionario rimane proprietario della relativa quota senza avere l'onere di gestirla e percepirà la relativa rendita. Il contratto può essere utilizzato anche a livello internazionale, “ cross-border”, ottenendo così una diversificazione di mercato e di valuta, oltre che di tipologia d'immobile.<sup>77</sup>

---

<sup>76</sup>Cfr. Manganelli B., La valutazione degli investimenti immobiliari, FrancoAngeli, 2013, pag. 184 e segg.

<sup>77</sup> Cfr. Hoesli M., Morri G., Investimento immobiliare: mercato, valutazione, rischio e portafoglio, Hoepli, 2010, pag. 205

La gestione della liquidità. Il criterio di ripartizione del rischio viene applicato mediante investimenti in mezzi liquidi. Per assicurare una base di liquidità è previsto che una percentuale del valore del patrimonio venga tenuta in depositi bancari, certificati di deposito o in titoli del mercato monetario con una durata residua non superiore ai dodici mesi, nonché titoli a reddito fisso suscettibili di essere costituiti in pegno per consentire anticipazioni.

Generalmente i regolamenti dei fondi prevedono un livello minimo di liquidità, solitamente investita in depositi bancari, tale da assicurare una amministrazione regolare considerando gli importi necessari per eventuali distribuzioni di utili o per lavori di manutenzione e ristrutturazione. Le liquidità eccedenti il livello minimo vengono solitamente investite in titoli a reddito fisso e in titoli del mercato monetario.

### 3.3 Il processo di valutazione del patrimonio

Il processo di valutazione del patrimonio è considerato uno dei momenti più delicati dell'attività di gestione: in esso deve esservi posta ogni cura affinché i valori che scaturiscono da tale processo rappresentino in modo corretto la situazione del fondo. Il consiglio di amministrazione deve accettarsi che le procedure siano adeguate a sostenere tale processo; sono espressamente richiamati il principio della prudenza e quello della competenza. Si deve tener conto, alla data della valutazione, delle componenti di reddito già maturate e anche degli effetti delle operazioni già definite ma non ancora regolate. I proventi e gli oneri sono rilevati tenendo conto del principio di competenza e, quindi, bisogna tenere conto della quota di competenza delle seguenti componenti di reddito: interessi, provvigioni di gestione, spese di revisione, oneri fiscali, compenso per gli esperti indipendenti, spese di manutenzione dei beni del fondo e il compenso della banca depositaria.

Il regolamento del fondo prevede in modo molto dettagliato i criteri di

valutazione dei beni immobili: ogni immobile deve essere valutato singolarmente con l'eccezione dei beni che hanno un'unica destinazione funzionale, in tal caso è possibile la valutazione congiunta. Per prima cosa, nel valutare l'immobile si fa riferimento al prezzo cui potrebbe essere ragionevolmente venduto alla data della valutazione, in condizioni normali di mercato, tenendo conto delle qualità, delle condizioni dell'immobile e dell'andamento del mercato. Il criterio di valutazione economico ricerca il valore di un immobile stimando quale sia la sua capacità di produrre benefici economici nell'orizzonte temporale considerato. Esso si basa sull'assunto che un acquirente razionale non è disposto a pagare un prezzo superiore al valore attuale dei benefici che il bene sarà in grado di produrre.<sup>78</sup> Il criterio economico-finanziario permette di esprimere il valore di un bene in funzione dei medesimi fattori che determinano il valore di un qualsiasi asset cioè il reddito atteso ed il rischio associato al suo conseguimento. Gli immobili dati in locazione con facoltà di acquisto sono valutati andando ad attualizzare i canoni di locazione ed il valore di riscatto dei cespiti, adottando un tasso che tenga conto delle attività finanziarie a basso rischio e medio lungo termine. Gli immobili in corso di costruzione, invece, possono essere valutati con il criterio del costo sostenuto: si calcola il valore dell'area e vi si sommano i costi sostenuti fino al momento della valutazione, o tenendo conto del valore del bene finito decurtato delle spese ancora da sostenere per completare la costruzione.

Definite le caratteristiche individuali e i metodi di valutazione dei singoli immobili è necessario redigere, anno per anno, i seguenti prospetti di riepilogo del fondo immobiliare:<sup>79</sup>

- stato patrimoniale, che fornisce una visione sull'evoluzione prospettica del capitale investito (fig. 11)
- conto economico, che riporta i ricavi e i costi della gestione per tutta la

---

<sup>78</sup> Cfr. Casertano G., Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, Cedam, pag.253

<sup>79</sup> Questi prospetti sono validi anche per la SIIQ

durata del fondo (fig.12)

- rendiconto finanziario che evidenzia i flussi monetari netti generati nella gestione del fondo (fig.13)

In particolare, il rendiconto finanziario provvede a correlare, con cadenza annuale, le entrate e le uscite monetarie distribuite negli anni di durata del fondo per un controllo preventivo dell'equilibrio finanziario. Il modello dovrebbe garantire, per tutta la durata del fondo, una distribuzione sistematica di proventi ai titolari delle quote e il ricorso, ove finanziariamente opportuno e possibile, a forme di rimborsi parziali pro-quota. Infine è prevista la nota integrativa dove vengono indicati i criteri di valutazione seguiti per la redazione della situazione contabile e finanziaria del fondo .

FIGURA 11. Stato patrimoniale del fondo immobiliare

SEZIONE PATRIMONIALE		31/12/N
Beni immobili		+
- Immobili industriali		+
- Immobili commerciali		+
- Immobili residenziali		+
- Terreni		+
- Altri beni immobili		+
	Totale beni immobili	+
Acconti versati per l'acquisto di beni immobili		+
- di cui: beni immobili dati in locazione con facoltà d'acquisto		+
Diritti reali di godimento su beni immobili		+
Partecipazioni in società immobiliari		+
Valori mobiliari		+
Disponibilità liquide		+
Attività diverse		+
	(A) Totale attività	+
Finanziamenti ipotecari		+
Passività diverse		+
Fondo imposte		+
	(B) Totale passività	+
	(A-B) Patrimonio Netto	+

FONTE: Molgora R., Il rendimento dei fondi immobiliari, Amministrazione e Finanza.



FIGURA12. Conto economico del fondo immobiliare

SEZIONE REDDITUALE		31/12/n
Ricavi per attività di locazione		+
Costi per la gestione dei beni immobili		-
- di cui: spese di manutenzione e riparazione		-
Ammortamenti		-
Plus/Minusvalenze		+/-
<b>Risultato attività di locazione</b>		+/-
Utile/perdita da alienazione		+/-
Utile/perdita da partecipazioni in società immobiliari		+/-
Altri proventi ed oneri		+/-
Imposte sugli immobili		-
<b>Risultato gestione immobiliare prima degli oneri finanziari</b>		+/-
Interessi passivi su mutui ipotecari		-
<b>(C) Risultato gestione immobiliare al netto degli oneri finanziari</b>		+/-
Proventi da investimenti in valori mobiliari		+
Utile/perdita da realizzo		+/-
Plus/minusvalenze		+/-
Altri proventi e oneri		+/-
Interessi attivi su disponibilità liquide		+
<b>(D) Risultato gestione valori di pronta liquidabilità</b>		+/-
<b>(C+D) Risultato operativo</b>		+/-
Banca depositaria		-
Società di gestione		-
Spese peritali		-
<b>Oneri di gestione del fondo</b>		-
Altri ricavi ed oneri		+/-
<b>Utile/perdita prima delle imposte</b>		+/-
Imposte		-
Accantonamento al fondo imposte sospese su plusvalenze		-
<b>Utile/perdita di esercizio</b>		+/-

FONTE: Molgora R., Il rendimento dei fondi immobiliari, Amministrazione e Finanza.



FIGURA 13. Rendiconto finanziario del fondo immobiliare

Utile di esercizio
Svalutazione (rivalutazione)
<b>Autofinanziamento</b>
Dismissioni (Investimenti) immobiliari
Lavori da capitalizzare
<b>Flusso monetario attività immobiliare</b>
Dismissioni (Investimenti) partecipazioni immobiliari
<b>Flusso monetario partecipazioni immobiliari</b>
Variazione crediti
Variazione debiti
<b>Flusso monetario attività esercizio</b>
<b>Finanziamenti passivi</b>
Distribuzione proventi
Rimborsi parziali pro quota
<b>Flusso monetario periodo</b>

FONTE: Giannotti C, La gestione del fondo immobiliare. Rischio, diversificazione e pianificazione, Egea.

L'indebitamento si colloca su livelli piuttosto modesti o si incentra unicamente in alcune linee di credito (nel limite del 60% del capitale ). Il capitale dei fondi è costituito tipicamente dalle quote emesse, di uguale valore unitario e oscillante valore NAV. Il problema delle scadenze tra attivo e passivo è assai poco rilevante, sussiste piuttosto un problema di quantificazione di surplus o deficit rispetto allo smobilizzo delle quote, originando rispettivamente afflussi o deflussi

monetari e, quindi, crescita o riduzione del portafoglio. La gestione dell'attivo deve puntare alla crescita di valore che esprime nella sostanza il rendimento del fondo nel periodo considerato al netto dei costi operativi e determina la crescita di valore delle quote.

La sezione patrimoniale e reddituale del rendiconto finanziario, una volta che siano state opportunamente riclassificate, si prestano all'elaborazione di numerosi indici al fine di valutare l'efficienza e la qualità del fondo.

Qui di seguito riportiamo gli indici più significativi di un fondo immobiliare<sup>80</sup>:

Incidenza degli oneri di manutenzione e riparazione. Questo indice misura la percentuale delle spese di manutenzione e riparazione e gli eventuali accantonamenti annui al fondo per oneri futuri di riparazione sul valore medio dei beni immobili detenuti dal fondo. Tramite questo indice si riesce ad avere un'indicazione approssimativa della qualità dei beni immobili del fondo: più l'incidenza è alta, più la loro qualità è scarsa e più viene compromessa la redditività del fondo. Bisogna fare anche attenzione ad eventuali mancati accantonamenti durante i primi anni di vita del fondo, ciò potrebbe celare una ridotta attenzione alla necessaria manutenzione degli immobili, con conseguente distribuzione di proventi fittizi. In questo ultimo caso la redditività sarebbe inizialmente molto elevata per poi calare vistosamente al momento in cui si manifestasse la necessità di procedere a riparazioni straordinarie.

Redditività dell'attività di locazione. L'indice è dato dai ricavi per l'attività di locazione sul valore medio dei beni immobili detenuti dal fondo, escludendo i terreni e gli immobili sfitti. Abbiamo così un'indicazione immediata del livello di redditività degli immobili appartenenti al fondo e, indirettamente anche delle indicazioni sulla qualità dei gestori: se l'indice è molto inferiore ai livelli di

---

<sup>80</sup> Cfr. R.Molgora, Il rendimento dei fondi immobiliari, Amministrazione e Finanza, 1994, pag. 1487 e segg.

mercato, la causa potrebbe essere una cattiva gestione.

Incidenza degli oneri della gestione del fondo. In questo caso si confrontano gli oneri di gestione, come spese peritali, commissioni alla banca depositaria, compensi alla società di gestione, con il risultato della gestione immobiliare sommata al risultato della gestione della liquidità. L'indice fornisce una misura di come la quota di redditività del fondo venga erosa dagli oneri legati alla vita del fondo.

Incidenza dei costi di gestione del patrimonio immobiliare. L'indice misura la percentuale dei costi di gestione dei beni immobili sul totale dei canoni di locazione riscossi. L'indice risulta molto più utile nel caso venga affiancato ad esso il prospetto dei cespiti disinvestiti dal fondo, evidenziando così i proventi e gli oneri di gestione generati dagli immobili venduti. Da questo indice è possibile anche ricavare indicazioni sulla capacità di trading dei gestori, confrontando i prezzi di acquisto e di realizzo.

Una volta che il fondo è diventato operativo è necessario svolgere un'attività di gestione e manutenzione del patrimonio immobiliare creato. La prima si concretizza sostanzialmente nella gestione dei canoni di locazione da incassare, cosiddetta gestione corrente; la seconda, invece, è in stretta relazione al rendimento del fondo immobiliare, in quanto è necessario accantonare congrue riserve per le manutenzioni, oltre che per l'ammortamento degli immobili. Una sottovalutazione di questi accantonamenti porterebbe alla distribuzione di utili fittizi.

La qualità e la costante redditività del fondo non dipendono soltanto dall'acquisto d'immobili a buon prezzo, ma anche dall'efficienza della gestione corrente che influisce sui ricavi del fondo e dalla manutenzione che influisce direttamente sul risultato economico. Dalla valutazione del capitale e dalla sua costante gestione e conservazione nasce anche il dovere di adeguare il portafoglio immobiliare alle esigenze correnti e alle possibilità di mercato: il

processo di gestione del portafoglio è, per definizione, dinamico e non può limitarsi al raggiungimento degli obiettivi d'investimento in forma statica.<sup>81</sup> In tal senso, nel corso della vita del fondo, si possono rendere necessarie operazioni di ribilanciamento di portafoglio.

### 3.3 Il controllo sulla gestione

Il trascorrere del tempo e le conseguenti variazioni di mercato impongono un continuo monitoraggio degli investimenti al fine di controllare costantemente i fattori in grado di influire sulla composizione del portafoglio ottimale.

La gestione delegata all'attività d'impresa rappresenta la condizione normale dell'investimento immobiliare. Tale situazione si palesa anche nell'ipotesi della proprietà diretta, si pensi agli investitori istituzionali o ai cosiddetti "ultra high net worth individual" del private banking che dispongono di grandi patrimoni immobiliari. L'elemento di criticità insito nel mandato di gestione è il potenziale conflitto d'interessi che può venire a crearsi qualora il comportamento degli amministratori non sia volto a massimizzare la ricchezza dei soggetti detentori del capitale di rischio e quindi il rendimento del loro investimento, ma interessi personali. Questa situazione può verificarsi ogni volta in cui non vi è la perfetta identità tra proprietario della quota e amministratore e costringe i proprietari a controllare il comportamento dei gestori monitorando i risultati conseguiti, per confrontarli con il rendimento d'investimenti alternativi.

La fase operativa del controllo è difficile a causa del grado di opacità del mercato immobiliare e della difficoltà di rilevazione del rendimento dei beni immobili sottostanti. Un primo strumento per limitare l'insorgere di conflitti d'interesse è di tipo contrattuale e consiste nella scelta di instaurare con l'amministratore un rapporto di esclusiva<sup>82</sup>. Questo è un punto rilevante soprattutto per i grandi

---

<sup>81</sup> Cfr. C.Giannotti, La gestione del fondo immobiliare, Egea, 2006, pag. 56 e segg.

<sup>82</sup> L'elemento di differenziazione non è la circostanza che il gestore sia legato al soggetto proprietario da un rapporto di mandato interno piuttosto che di gestione o consulenza esterna quanto il fatto che il soggetto gestore lavori esclusivamente per un unico soggetto proprietario.

soggetti proprietari che possono valutare l'opportunità di una gestione esterna del proprio patrimonio immobiliare, eventualmente ricorrendo a formule del tipo dei "separate accounts", lo è in misura minore per le strutture proprietarie organizzate in forma societaria, ai cui amministratori la legge vieta di esercitare, direttamente o indirettamente, attività concorrenti.

La capacità di controllo della condotta degli amministratori è funzione degli strumenti di disciplina concessi agli investitori dalla normativa statutaria, nonché dall'incentivo dei proprietari a monitorare i risultati della gestione sostenendone il relativo costo. Le principali azioni a disposizione degli investitori per sanzionare comportamenti opportunistici del management sono la possibilità di revoca degli amministratori o di uscita dall'investimento, dirottando così le risorse monetarie verso impieghi alternativi.

Nella proprietà diretta i costi di monitoring sono tendenzialmente elevati, in quanto si richiede di identificare un benchmark coerente con lo styling prescelto del portafoglio immobiliare, cosa non particolarmente facile per effetto della difficoltà di misurazione del rendimento basata su valutazioni peritali e non su prezzi di mercato, e della circostanza che i costi di controllo non vengono frazionati su più investitori, ma sopportati da un unico soggetto proprietario. La proprietà finanziaria, di contro, si caratterizza per una facoltà altamente differenziata di controllo da parte degli investitori sull'operato del management del veicolo societario che detiene gli asset immobiliari<sup>83</sup>.

Nell'ipotesi delle attuali società immobiliari l'incisività della corporate governance esercitata dai piccoli azionisti è rispettivamente nulla o debole per effetto da un lato, della scarsa rappresentatività delle assemblee dei soci e, dall'altro lato, dell'ammontare generalmente ridotto di capitale investito da ogni investitore che non incentiva il sostenimento dei costi di monitoring. Ne deriva che, nel caso di fondi immobiliari quotati, tipicamente destinati a piccoli risparmiatori, l'incentivo a una corretta gestione è in larga misura affidato a meccanismi di reputazione della società di gestione che in un'ottica multi periodale fanno sì che la società di gestione cerchi di massimizzare il rendimento

---

<sup>83</sup> Cfr. Giannotti C., La gestione del fondo immobiliare, Egea, Milano, 2006, pag 70 e segg.

del fondo per non precludersi la capacità di raccolta di nuovi capitali attraverso la riapertura delle sottoscrizioni o l'istituzione di nuovi fondi: in caso di cattiva performance nessun investitore razionale si affiderebbe più a tale gestore.

- 4. La performance dei fondi immobiliari
  - 4.1. Performance dei fondi immobiliari
  - 4.2. Costi e ricavi di un fondo immobiliare
  - 4.3. Gli indicatori di performance

#### 4. La performance dei fondi immobiliari

##### 4.1 Performance dei fondi immobiliari.

Il presente paragrafo si pone l'obiettivo di dare idonei strumenti all'investitore per capire l'andamento e la situazione in cui si trova un fondo immobiliare e procedere poi a consapevoli scelte d'investimento

La performance esprime i risultati conseguiti e, nella sostanza, indica la rivalutazione o la svalutazione delle quote. La medesima presuppone la costruzione e l'analisi di una serie d'indicatori che evidenziano aspetti basilari dell'andamento del fondo.<sup>84</sup>

L'analisi della performance dei fondi d'investimento immobiliare parte dalla considerazione che la quota del fondo ha un proprio valore, determinabile con l'ausilio di dati interni al fondo e dati relativi al mercato immobiliare: se il valore della quota si incrementa nel tempo si parla di performance positiva, viceversa performance negativa, intesa come la capacità/ incapacità di raggiungere gli obiettivi di rendimento prefissati.

La performance va valutata in relazione alla struttura economico-finanziaria e patrimoniale del fondo e alle capacità della sua gestione: il vero valore del capitale del fondo non è il valore del patrimonio immobiliare posseduto, ma è pari al grado di accrescimento del valore del fondo nell'arco temporale di durata del fondo stesso.<sup>85</sup>

Quest'ultimo dipende da valori quasi immateriali, quali il livello di occupazione degli immobili destinati alla locazione, la qualità del management e dei locatari e le prospettive di mercato.

Quando si parla di apprezzamento della quota nel tempo, si parla di rendimento,

---

<sup>84</sup> Cfr. Colombini F., *Intermediari mercati e strumenti finanziari*, Economia e integrazione, Utet, Torino, 2008 pag. 241

<sup>85</sup> Cfr. Massucci G., *Criteri di valutazione dei fondi di investimento immobiliare*, diritto e economia, 1995, pag. 185 e segg.



o meglio di performance. Ogni scelta metodologica per il calcolo di quest'ultima trova piena legittimazione nelle esigenze conoscitive della categoria dei soggetti interessati: l'investitore misura il valore per confrontare le diverse proposte d'investimento, nonché per monitorare l'andamento di quelli che già possiede nel portafoglio; il gestore per confrontarsi con se stesso nel tempo e con i suoi competitori nel mercato. Eventuali oscillazioni nei rendimenti originano sempre spostamenti di preferenze e si riflettono sulle capacità di crescita e conquista di nuovi spazi di mercato.

La ricerca di flussi informativi differenti nasce essenzialmente da una differente visione dello strumento finanziario. Per il gestore il fondo deve essere analizzato e valutato per tutta la sua durata temporale, cioè che assume rilevanza nella misurazione della performance è il grado di accrescimento del valore del fondo nell'arco temporale di durata del fondo stesso. L'investitore, invece, pur consapevole che i fondi immobiliari sono strumenti finanziari di lungo periodo, misura principalmente il grado di liquidità del proprio investimento, indipendentemente dalla durata del piano d'investimento del fondo.

#### 4.2 Costi e ricavi di un fondo immobiliare.

Il processo di valutazione della performance di un fondo immobiliare non può prescindere dall'analisi dei costi e dei ricavi del fondo stesso. Sono infatti queste le variabili che permettono di modificare il rendimento di un fondo, ottenuto dalla differenza fra ricavi e costi nel periodo prescelto. Di seguito riportiamo le principali voci di ricavi e costi di un fondo immobiliare.<sup>86</sup>

Ricavi :

- Canoni di locazione: rendimento determinato dai canoni di affitto degli immobili
- Plusvalenze da realizzo: stimabili nella somma tra la rivalutazione da restauro/ perfezionamento e il mark up dell'iniziativa immobiliare, al

---

<sup>86</sup> Cfr. Cacciamani C., Real Estate, Egea, Milano 2008, pag 34 e segg.

netto del margine industriale riconosciuto all'appaltatrice

- Rendimento della componente liquida: capital gain e proventi ottenuti dalla gestione della liquidità

Costi:

- Management fee: commissione calcolata sul valore complessivo dell'attività
- Spese di manutenzione: variabili in base allo stato di obsolescenza degli immobili
- Spese di restauro/ perfezionamento: dipendenti dallo stato costruttivo e dalle condizioni manutentive dell'immobile
- Property management: percentuale calcolata sul reddito locativo dei cespiti immobiliari
- Oneri di gestione: revisione, pubblicazioni, vigilanza ecc..
- Oneri finanziari: tasso d'interesse applicato sui mutui ipotecari
- Compensi: remunerazione spettante alla banca depositaria e ai periti
- Imposta sugli immobili: variabile in base all'aliquota prevista dal comune e dalla tipologia d'immobile

#### 4.3. Gli indicatori di performance

L'analisi della performance ottenuta dal fondo immobiliare può essere realizzata considerando i dati pubblicati nei rendiconti annuali e raccogliendo da essi le informazioni necessarie per il calcolo degli indici di performance. Tali indici misurano la capacità di conseguimento dei risultati gestionali e sono riconducibili al rendimento del fondo. Quest'ultimo, nell'intervallo  $(t-1; t)$ , è dato dal rapporto fra la variazione registrata dal valore delle quote e il valore delle quote (Nav), considerando eventuali distribuzioni di redditi (Dist).

In formula:

$$\text{RENDIMENTO DI UN FONDO}_t = \frac{\text{Nav}_t + \text{Dist}_t - \text{Nav}_{t-1}}{\text{Nav}_{t-1}}$$

Nel caso in cui il fondo sia quotato su un mercato regolamentare, il rendimento può essere calcolato con la stessa formula, ma utilizzando il prezzo della quota, che solitamente non corrisponde al NAV, nell'arco temporale considerato.<sup>87</sup>

Il risultato conseguito dall'investimento in immobili dipende dalla sua capacità di produrre reddito tramite la cessione in locazione e dalla variazione del suo valore su un orizzonte temporale predefinito, misurati rispettivamente dall'income return e dal capital growth.

Income return. Rappresenta le entrate nette per l'investitore espresse in percentuale del capitale impiegato.

L'income return di un immobile è dato dal rapporto tra la sommatoria dei flussi in entrata netti (Fcn) generati nell'orizzonte temporale, solitamente annuale, rispetto al valore dell'unità immobiliare (V) all'inizio del periodo.

In formula:

$$\text{INCOME RETURN} = \frac{\text{Fcn}_t}{V_{t-1}}$$

L'entità dei flussi di cassa netti generati nel singolo periodo dipende dagli importi corrisposti a titolo di canone di locazione e dai costi (ordinari e straordinari) sostenuti dall'investitore durante il periodo. L'entità dei flussi periodici generati dall'investimento è influenzata positivamente dalla dimensione dell'investimento immobiliare: i maggiori flussi sono legati al conseguimento di economie di scala su alcune voci di costo legate alla gestione e, di conseguenza, alla diminuzione dell'incidenza sulla singola unità immobiliare della quota di pertinenza dei costi fissi. La politica di finanziamento dell'investimento immobiliare non è rilevante al fine di valutare i flussi di cassa netti generati

---

<sup>87</sup> Cfr. Mattarocci G., La performance dei fondi immobiliari in Italia, Bancaria, 2013, pag. 80

dall'investimento perché il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale si manifesterà a date prefissate e diminuirà l'importo dei flussi di cassa netti disponibili.<sup>88</sup>

Le caratteristiche dei contratti di locazione possono determinare un diverso grado di prevedibilità dei flussi legati ai canoni di locazione degli immobili. Se, ad esempio, i contratti sono stipulati per orizzonti temporali medio-lunghi, la variabilità del reddito prodotto dall'immobile risulta solitamente molto ridotta poiché si può assistere a variazioni soltanto in presenza di costi/spese inattese oppure al manifestarsi dell'inadempienza temporanea o permanente di uno o più locatari.<sup>89</sup>

Capital growth. Rappresenta la somma dell'incremento dei valori immobiliari al netto delle spese in conto capitale, espressa come percentuale di capitale impiegato.

Il capital growth misura il guadagno o la perdita in conto capitale per l'investitore legato alla variazione del valore dell'immobile su un orizzonte temporale predefinito. L'approccio standard di valutazione adottato prevede il calcolo dell'indicatore su un orizzonte temporale annuale.<sup>90</sup>

In formula:

$$\text{CAPITAL GROWTH} = \frac{\text{Val immobiliare } t - \text{Val immobiliare } t_{-1}}{\text{Val. immobiliare } t_{-1}}$$

dove il rendimento è calcolato come semplice rapporto tra la variazione (positiva o negativa) di valore dell'immobile registrata nell'anno e il valore dell'immobile

---

<sup>88</sup> Cfr. Giannotti C. Mattarocci G., How to evaluate Risk for Italian Real Estate Funds, Journal of European Real Estate Research, vol.2, 2009 pag. 132 e segg.

<sup>89</sup> Cfr. McGreal S., Adair A., Webb J.R., Optimal Diversification in US/UK Private Real Estate Only Portfolios: The Good, the bad, and the uncertain, Journal of Real Estate Portfolio management, vol. 15, 2009 pag. 87 e segg.

<sup>90</sup> Cfr. Geltner D., Miller N.G., Commercial Real Estate Analysis and Investments, South-Western Publishing, Mason, 2001

a inizio periodo.

In una logica di portafoglio è necessario considerare le dinamiche del capital growth di tutti gli immobili inclusi in portafoglio e identificare le caratteristiche che spiegano eventuali differenze nel suo andamento. Se nel periodo osservato sono state realizzate nuove cessioni o acquisizioni d'immobili è necessario tenerle in considerazione nella valutazione del risultato complessivo della gestione di portafoglio nell'anno considerato<sup>91</sup>.

Non esistono evidenze univoche sulla relazione tra tipologia d'immobile e capital growth; l'unico aspetto generalizzabile è legato alla dimensione della singola attività reale nel portafoglio d'investimento. Al crescere del peso di un immobile aumenta la concentrazione del portafoglio e solitamente il trade-off tra valore atteso e variabilità del capital growth tende a peggiorare.<sup>92</sup>

Per un esperto del settore tali misure indicano, in modo efficace ed efficiente, quanta parte del rendimento generato dal fondo è attribuibile alla rivalutazione degli asset immobiliari attribuita dai valori di mercato del portafoglio (capital growth) e quanta invece è derivata dagli introiti provenienti dalla gestione degli asset in portafoglio (income return) .

In generale, la valutazione del rendimento di un investimento immobiliare quotato è soggetta a flussi di cassa in entrata e in uscita con cadenza pressoché quotidiana, determinati principalmente dalle continue negoziazioni. La scelta dell'indice di rendimento appropriato dipende dalla maniera in cui si intende trattare l'impatto delle variazioni del capitale investito sulla valutazione della redditività. I risparmiatori potrebbero essere interessati a misurare esclusivamente la capacità della società di remunerare adeguatamente il capitale investito e in questo caso l'indice di rendimento adottato deve essere neutrale ai flussi di cassa menzionati, in quanto indipendenti dalle linee di gestione

---

<sup>91</sup> Cfr. Kurzrock B.M, Rottke N.B, Schiereck D., Factors that influence the performance of office properties, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol.15, 2009, pagg. 59-73

<sup>92</sup> Cfr. Ziering B., McIntosh W., Property Size and Risk: Why Bigger is not Always Better, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, vol 5, 1999, pag. 105 e segg.

intraprese. Il metodo dietz modificato, è stato ritenuto idoneo a valutare la performance di un fondo in questi casi di esclusione dei flussi di cassa nel calcolo del rendimento.

In formula:

$$RDIETZ = \frac{Pt - Pt_{-1} - Div_t}{Pt_{-1} + Div_t W}$$

dove P è il prezzo di mercato ma può essere utilizzato anche il valore del NAV;  $Div_t$  è la somma dei flussi di liquidità dopo un anno e  $Div_t W$  rappresenta la somma di ciascun flusso di liquidità ponderato. W è la proporzione del numero totale di giorni, nel periodo considerato, di presenza o assenza nel portafoglio del flusso di liquidità.

Questo metodo è applicato supponendo che il flusso di liquidità (Div) alteri il capitale investito nel periodo considerato. Tale metodo pondera ciascun flusso di liquidità per la quantità di tempo di detenzione del portafoglio.

Il vantaggio principale del metodo dietz modificato risiede nel fatto che non è più necessaria una valutazione del portafoglio per la data di ciascun flusso di liquidità, infatti il rendimento che misura è indipendente da tutti i flussi di cassa che si sono generati nel periodo di riferimento.<sup>93</sup>

Questo indice è appropriato nel caso in cui il singolo investitore sia interessato a valutare esclusivamente la capacità di remunerare il capitale investito.

Spesso l'analisi di performance dei fondi immobiliari viene impropriamente fatta coincidere, da parte degli attori del mercato (gestori, investitori, analisti, ecc.), con la determinazione del tasso interno di rendimento (TIR O IRR- internal rate of return). Tuttavia, tale indice non può essere considerato un vero e proprio indicatore della performance di un fondo immobiliare perché ha valenza d'indicatore solo ex ante un investimento e non ex post. È prassi calcolare l'IRR prendendo a riferimento il valore d'ingresso, i flussi reddituali prospettici e il

---

<sup>93</sup> Cfr. Cacciamani C., Real Estate, Egea, Milano, 2008, pag. 25

valore di uscita, ed è proprio su questo valore di uscita che l'IRR perde di significato in quanto il valore preso a riferimento dall'investitore è quello di borsa, generalmente soggetto a un consistente sconto. L'IRR non pesa, quindi, l'effettiva rivalutazione immobiliare del portafoglio del fondo.<sup>94</sup>

Tale indice può essere determinato dall'investitore per valutare il proprio investimento, ma egli dovrà essere consapevole del fatto che esso sarà soggetto allo sconto di borsa e che il parametro usato non avrà la valenza tipica di un indicatore di performance.

L'IRR è tecnicamente inteso come quel tasso di rendimento in grado di eguagliare il valore corrente di un investimento alla sommatoria dei valori attuali dei flussi di cassa futuri attesi generati dall'investimento o, in altre parole, quel tasso in grado di azzerare il valore attuale netto di un progetto finanziario.

In formula:

$$\sum \frac{FC_t (OUT)}{(1+TIR)^t} = \sum \frac{FC_t (IN)}{(1+TIR)^t}$$

dove FC (OUT) E FC (IN) indicano rispettivamente i flussi di cassa in uscita e in entrata dell'investimento nel tempo t, con t che va da 1 a N.

I principali elementi che impattano sui flussi di cassa sono, in termini di entrate, i canoni di locazione annui e il valore di smobilizzo dell'immobile alla scadenza mentre, in termini di uscite, i costi per le manutenzioni / ristrutturazioni, i premi assicurativi, le imposte e i costi di gestione.

Concludendo, l'IRR è un indice di redditività di un investimento in grado di valutarne la convenienza mediante un raffronto tra entrate e uscite, ma non ha la validità di un indice di performance<sup>95</sup>.

---

<sup>94</sup> Cfr. "La valutazione della performance", A.I.F.I, Guerrini e Associati, Milano, 1996, pag.45 e segg.

<sup>95</sup> Cfr. Sampagnano. G., Il TIR dei fondi immobiliari: coerenza dell'indicatore e rettifiche per la gestione di liquidità, Analisi finanziaria, n.74, 2009, pag.64

Un semplice indicatore di uso comune, affermato nelle realtà internazionali, è il cosiddetto cap rate, tasso di capitalizzazione. Tale indice permette di conoscere il rendimento che offre un immobile, legando il reddito operativo al valore dell'immobile in un'ottica di property management.

In formula:

$$\text{CAP RATE} = \frac{\text{Reddito operativo netto annuo}}{\text{Valore dell'immobile}}$$

Tale valore è comunemente utilizzato come misura sintetica della convenienza dell'operazione di dismissione o acquisto del bene.

L'idea sottostante alla formula si sostanzia nell'equiparazione di un immobile e della sua capacità di generare reddito per un periodo di tempo, che si ipotizza illimitato, a una rendita perpetua. Il cap rate, quindi, si sostanzia nel rendimento puntuale dell'investimento nel momento della valutazione.

Tale indice, nella sua accezione puramente “ immobiliare” comprende al suo interno aspettative riguardanti:

- il costo del capitale, ovvero quanto rendimento si aspetta dai diritti immobiliari, in relazione ad altri tipi d'investimento (azioni, obbligazioni)
- le aspettative di crescita del mercato immobiliare, in uno scenario di crescita si accetteranno cap rate minori pur di detenere la proprietà dell'immobile
- il rischio percepito dall'investitore<sup>96</sup>

Per rendere meglio l'idea delle potenzialità espresse da una serie d'investimenti immobiliari strutturati in un portafoglio, secondo studi americani<sup>97</sup> il calcolo dei funds from operation apporta suoi vantaggi al tradizionale utilizzo dell'utile netto. Il funds from operation è pari alla somma dei ricavi netti e dagli

---

<sup>96</sup> Cfr. Geltner, Real Estate Market & Asset Market, Real Estate Finance and Investment, 2002

<sup>97</sup> Cfr. NAREIT, White paper on funds from operations 2002/2004. [Wwww.nareit.com](http://www.nareit.com)



incrementi/ decrementi di valore delle proprietà, partecipazioni immobiliari del fondo, al netto delle transazioni avvenute nel periodo di calcolo. Il flusso così identificato, rifletterà nel modo più fedele possibile, la performance operativa del fondo. Tale misura assume una valenza cruciale sia per il gestore, data dalla capacità di valutare il suo operato e di testare l'efficacia della strategia di gestione stabilita, sia per gli osservatori esterni poiché permette di cogliere la performance operativa di un fondo immobiliare.

In formula:

$$\text{FFO} = \text{reddito netto ante imposte} + \text{incrementi di valore degli asset immobiliari}^{98} + \text{incrementi/ decrementi delle partecipazioni detenute.}$$

Il funds from operation, però, contiene una debolezza: non considera le spese in conto capitale necessarie per mantenere l'attuale portafoglio di proprietà, quindi non è il reale flusso di cassa residuo che rimane dopo tutte le spese.

Per questo motivo nella stima del valore di un REIT gli analisti professionisti utilizzano un'altra misura denominata "adjusted funds from operation" (AFFO).<sup>99</sup>

I professionisti tendono a concentrarsi su AFFO perché è una misura più precisa del flusso di cassa residuo disponibile agli investitori e un migliore indicatore della capacità futura del REIT di pagare i dividendi. AFFO è di solito calcolato sottraendo dal funds from operations sia le spese ricorrenti che vengono capitalizzate dal REIT e poi ammortizzate, ma che sono necessarie per mantenere le proprietà di un REIT, sia le spese degli affitti. Questo indice è anche definito come il risultato dei fondi disponibili per la distribuzione.

L'ottica dell'investitore nel calcolo della performance risulta più concentrata sui

---

<sup>98</sup> Secondo la prassi statunitense ai flussi di cassa futuri, nel calcolo degli Ffo, andrebbero aggiunti gli ammortamenti degli immobili e gli incrementi/ decrementi di valore delle proprietà. Cfr. Cacciamani C ( a cura di), I fondi immobiliari ad apporto specializzati, Egea, Milano, 2012, pag. 17 e segg.

<sup>99</sup> Cfr. [www.investinganswers.com](http://www.investinganswers.com)

dividendi erogati dal fondo.

Il dividend yield, calcolato su una quota del fondo, è il dividendo espresso come percentuale del prezzo della quota. Per i fondi immobiliari rappresenta un fattore di successo perché avvicina tale strumento a un'obbligazione a cedola e ingloba anche le caratteristiche immobiliari degli asset sottostanti, ad esempio la cosiddetta inflation-hedge propria degli immobili.

In formula:

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{Dividendo per quota } t^k}{\text{Prezzo della quota } t^k}$$

In considerazione delle caratteristiche ibride di un fondo immobiliare, caratterizzato da particolarità proprie sia delle azioni sia delle obbligazioni, si può applicare il concetto di duration. La duration, o durata media finanziaria, è la media aritmetica ponderata delle vite delle poste di flusso, dividendi e rimborso finale della cessione dei cespiti, prendendo come pesi i valori attuali netti delle singole poste. In pratica indica la “vita” media di un titolo, cioè quanto tempo è necessario per poter essere ripagati dall'investimento fatto. Ne consegue che, maggiore sarà la duration, maggiore sarà il periodo intercorrente tra l'esborso di denaro e il rimborso di esso, sotto forma di dividendi e di capitale finale.<sup>100</sup>

Nel caso di un fondo che non eroghi dividendi la duration coinciderà con il termine della durata del fondo, poiché è stato previsto un unico pagamento concentrato nel momento di cessione delle proprietà immobiliari. Nel caso invece di un fondo che intenda erogare dividendi, la duration risulterà inferiore alla scadenza del fondo stesso, riducendo quindi il rischio sopportato dall'investitore, inteso come “tempo” che dovrà trascorrere prima di essere rimborsato dell'investimento iniziale. Minore sarà la duration minore sarà il rischio temporale associato all'investimento.

---

<sup>100</sup> Cfr. Moriconi F., Matematica finanziaria, Il Mulino, Bologna, 1999 pag. 194 e segg.

Da sempre gli indicatori di performance aggiustati per il rischio ,inseribili nel risk-adjusted performance measurement, sono più utili e corretti per misurare la capacità di conseguimento dei risultati gestionali. Secondo le teorie statunitensi<sup>101</sup> esistono due metodi comunemente accettati per misurare il rischio immobiliare: l'uno misura in modo aggregato la variazione dei rendimenti dei REITs e la sua efficacia è garantita dal considerevole numero degli investimenti posti alla base del calcolo; l'altro si basa sulla volatilità storica del mercato immobiliare che considera le stime peritali, non gli effettivi prezzi di vendita.

In aggiunta a questi modelli per quantificare il grado di rischio associato a un immobile o a un portafoglio immobiliare , si può ricorrere all'analisi RER. Il modello di analisi RER (real estate risk)<sup>102</sup>, rappresenta un modello di base per l'attribuzione di rating agli investimenti immobiliari. Il processo di determinazione del rating prevede l'utilizzo di tecniche quantitative e il ricorso all'esperienza e alla professionalità degli operatori.

---

<sup>101</sup> Cfr. Smith A. G. L&B Real Estate Counsel, [www.lbrealty.com](http://www.lbrealty.com)

<sup>102</sup> Cfr. Cacciamani C., Il rischio immobiliare, Egea, Milano, 2003, pag. 60

5. Analisi della performance di un investimento immobiliare indiretto. Elementi di confronto tra Italia e Stati Uniti.
  - 5.1. Premessa metodologica
  - 5.2. Analisi della performance di IGD
  - 5.3. Analisi della performance di CEDAR REALTY TRUST
  - 5.4. Analisi della performance di OLINDA
  - 5.5. Considerazioni di sintesi

## 5. Analisi della performance di un investimento immobiliare indiretto. Elementi di confronto tra Italia e Stati Uniti

### 5.1 Premessa metodologica

In questo capitolo consideriamo l'investimento immobiliare indiretto mediante la valutazione delle performance ottenute da un fondo immobiliare, una SIIQ italiana e un REIT americano in un arco temporale predefinito.

Prima di calcolare gli indici di nostro interesse, andiamo a porre le premesse per poter fare il confronto.

1. L'arco temporale prescelto è di 5 anni. L'investitore ha comprato una quota il 30 giugno 2009 e l'ha rivenduta il 1 luglio 2013.
2. Valutiamo l'andamento, nell'orizzonte temporale suddetto, di un'azione di un REIT americano, di una SIIQ italiana e di una quota di un fondo immobiliare italiano.

Il REIT e la SIIQ sono società per azioni quotate che svolgono prevalentemente attività di locazione in campo immobiliare, sono obbligate a distribuire la quasi totalità degli utili agli azionisti mediante dividendi e, in virtù del loro stato, beneficiano di un regime fiscale agevolato.

Il fondo immobiliare, invece, è un organismo d'investimento collettivo del risparmio, dotato di patrimonio autonomo suddiviso in quote appartenenti a una pluralità di partecipanti.

3. Per semplicità nella trattazione prescindiamo da commissioni di gestione, in quanto non coincidenti e non confrontabili.

4. Imposizioni fiscali sui redditi da capitale percepiti dagli investitori non vengono considerate
5. Per il caso italiano abbiamo scelto come società d'investimento immobiliare IGD, una società quotata in Borsa dal 2005 che ha assunto la denominazione di SIIQ nel 2008. La sua attività si concentra prevalentemente nell'acquisto e nella gestione d'immobili commerciali, ipermercati e supermercati in Italia.
6. Per il caso americano abbiamo scelto CEDAR REALTY TRUST, un investment trust operativo dal 1984. La sua attività si concentra prevalentemente nell'acquisto, la gestione, lo sviluppo e la riqualificazione di centri commerciali, ipermercati e supermercati in America.
7. Per quanto riguarda il fondo immobiliare italiano abbiamo scelto OLINDA FONDO SHOP, quotato in Borsa dal 2004 e specializzato nell'investimento nel settore commerciale.
8. I dati utilizzati provengono dai bilanci annuali della SIIQ, del REIT e del fondo immobiliare e dal sito di Borsa Italiana e New York Stock Exchange, mercati in cui sono quotate rispettivamente IGD, OLINDA e CEDAR REALTY TRUST.
9. Il prezzo di quotazione utilizzato è quello di chiusura al 30/06 per tutti e tre i casi. Quando coincide con un giorno di borsa chiusa, si utilizza il prezzo di chiusura del giorno successivo.
10. Per semplicità supponiamo che i dividendi siano erogati con frequenza annuale in un'unica tranche.

11. Per l'analisi della performance ci siamo serviti di alcuni indici spiegati nel capitolo precedente: dividend yield, rendimento, income return, capital growth e cap rate.

## 5.2 Analisi della performance di IGD

IGD è stata la prima società italiana a ottenere lo status di SIIQ nel 2008. Dopo avere esercitato l'opzione per l'accesso al nuovo regime fiscale, dal momento che soddisfaceva tutti i requisiti soggettivi, ovvero di natura partecipativa e statutaria è risultata in possesso anche dei requisiti oggettivi, grazie al superamento dei rapporti minimi di natura patrimoniale e reddituale previsti dalla legge.<sup>103</sup>

Andiamo ora a vedere l'andamento del prezzo di una azione di IGD nell'orizzonte temporale predefinito ed eventuali sconti o premi generati sul NAV.

FIGURA 14. Quotazione e NAV, IGD, 2009-2013

ANNO	QUOTAZIONE (fig. 15)	NAV	SCONTO/ PREMIO SUL NAV
30/06/2009	1,23 EURO	2.47 EURO	-1,24 EURO 49,9%
30/06/2010	1,09 EURO	2.55 EURO	-1,46 EURO 57,3%
30/06/2011	1,66 EURO	2,53 EURO	-0,87 EURO 34,4%

<sup>103</sup> Si veda il primo capitolo della trattazione.

02/07/2012	0,66 EURO	2,31 EURO	-1,65 EURO 71,4%
01/07/2013	0,75 EURO	2,22 EURO	-1,47 EURO 66,2%

FONTE: mia elaborazione, dati presi dai bilanci annuali di IGD e da Borsa Italiana.

FIGURA 15. Quotazione IGD, 2009-2013



FONTE: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Nei cinque anni i prezzi di mercato subiscono un ribasso, il che non è accaduto al NAV che registra solo una lieve flessione negli ultimi due anni. Tra il prezzo di mercato e il valore del NAV si genera uno sconto in tutto il quinquennio. L'investitore che acquista un'azione di IGD il 30 giugno 2009 e la rivende il 1 luglio 2013 subisce uno sconto sul NAV pari al 66,2 %, oltre che una minusvalenza di 0,48 euro data dal prezzo di vendita minore rispetto al prezzo di acquisto.

Ogni anno l'investitore ha diritto a un dividendo per azione in misura non minore dell'85% degli utili maturati nella gestione esente.

Nei cinque anni ogni azione genera un dividendo lordo pari a (fig.16):



FIGURA 16: Dividendo lordo per azione IGD, 2009-2013

ANNO	DIVIDENDO LORDO
2009	0,05 EURO
2010	0,07 EURO
2011	0,08 EURO
2012	0,07 EURO
2013	0,06 EURO

FONTE: mia elaborazione, dati presi dalla relazione di bilancio di IGD del 2013.

L'investitore nei cinque anni ottiene dividendi lordi totali pari a 0,33 euro per azione.

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{Dividendo per quota } t}{\text{Prezzo della quota } t}^{104}$$

Il dividend yield è un indicatore che misura l'appetibilità di un titolo quotato in relazione alla sua capacità di distribuzione dei dividendi più o meno corposi agli azionisti. Un titolo di una società quotata che nel tempo mantiene un dividend yield elevato viene di norma premiato dal mercato con un rialzo dei prezzi.

FIGURA 17. Dividend Yield, IGD, 2009-2013.

ANNO	DIVIDEND YIELD
2009	4,1%
2010	6,4%
2011	4,8%
2012	10,6%

<sup>104</sup> Come prezzo della quota ho utilizzato quello al 30/06 e non quello al 31/12

2013	8,0%
------	------

FONTE: mia elaborazione su dividendi di bilancio e quotazioni di mercato

Andiamo ora a calcolare il rendimento che un'azione di IGD genera nei cinque anni, utilizzando i valori di bilancio (NAV)<sup>105</sup>:

$$\text{RENDIMENTO} = \frac{\text{Nav}_t + \text{Dist}_t - \text{Nav}_{t-1}}{\text{Nav}_{t-1}}$$

Nei cinque anni l'investitore ottiene un rendimento per azione pari a - 7,7%

Se annualizziamo questo rendimento  $[1 + (-0,077)]^{1/5} - 1 = -1,6\%$

Ogni anno l'azione registra mediamente un decremento di circa l'1,6 %.

Se calcoliamo anno per anno questo rendimento otteniamo la potenziale redditività che l'investitore avrebbe conseguito se l'azione fosse venduta al valore del NAV il 30 giugno di ogni anno (fig.18).

FIGURA 18. Rendimento per azione annuo, IGD, 2009-2013

ANNO	RENDIMENTO
2010	+6,3 %
2011	+2,4%
2012	- 6,0%
2013	- 1,1%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

Poiché le azioni di IGD sono quotate in un mercato regolamentato, possiamo calcolare il rendimento anche mediante i prezzi di mercato. Tale rendimento non

<sup>105</sup> Supponiamo, quindi, che l'investitore acquisti e venda al valore del NAV.

sarà uguale a quello precedentemente calcolato perché il prezzo di mercato è scontato rispetto al valore del NAV.

$$\text{RENDIMENTO DI MERCATO}_t = \frac{P_t + \text{Dist}_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Nei cinque anni l'investitore ottiene un rendimento per azione pari a - 34,1%.

Se annualizziamo questo rendimento  $[1 + (-0,34)]^{1/5} - 1 = -8,0\%$

Ogni anno l'azione ha registrato mediamente un decremento di circa l'8%.

Se calcoliamo anno per anno questo rendimento otteniamo la potenziale redditività che l'investitore avrebbe conseguito se l'azione fosse venduta al prezzo di mercato il 30 giugno di ogni anno (fig.19).

FIGURA 19. Rendimento di mercato per azione, IGD, 2009-2013

ANNO	RENDIMENTO DI MERCATO
2010	- 5,3%
2011	+60,0%
2012	- 56,0%
2013	+ 23,5%

FONTE: mia elaborazione su prezzi di mercato e dati di bilancio

Il rendimento calcolato con i valori del NAV non rispecchia quello calcolato con i prezzi di mercato. Dalla fig. 14 emerge, infatti, un diverso andamento dei due valori nei cinque anni: mentre il NAV subisce una leggera flessione, il prezzo di mercato è al ribasso, generando anche un maggior sconto tra i due valori.

L'investitore in questo caso avrebbe ottenuto una minore perdita acquistando e vendendo al valore del NAV rispetto ai prezzi di mercato.

Questo rendimento ottenuto dalle azioni, seppur negativo, è dato in parte dalla capacità di produrre reddito mediante la cessione in locazione degli immobili e in

parte dalla rivalutazione del valore dell'immobile nel tempo. Vediamo ora quanto questi fattori incidono sul rendimento dell'azione ogni anno.

$$\text{INCOME RETURN} = \frac{\text{Fcn}^{106}_t}{\text{Val. immobiliare}_{t-1}}^{107}$$

Questo rapporto misura la capacità di produrre rendimento mediante i ricavi ottenuti dalla locazione degli immobili.

FIGURA 20. Income Return, IGD, 2009-2013

ANNO	INCOME RETURN
2010	8,7%
2011	10,8%
2012	2,3%
2013	3,4%

FONTE: mia elaborazione, dati presi dai bilanci

$$\text{CAPITAL GROWTH} = \frac{\text{Val immobiliare } t - \text{Val immobiliare } t_{-1}}{\text{Val. immobiliare } t_{-1}}$$

Questo rapporto indica la perdita o il guadagno in conto capitale per l'investitore legato alla variazione del valore dell'immobile nel tempo (fig.21).

<sup>106</sup> Valore generato dalla somma tra il flusso di cassa generato dall'attività di esercizio e quello generato dall'attività di investimento.

<sup>107</sup> Valore dell'unità immobiliare a inizio anno.

FIGURA 21. Capital Growth, IGD, 2009-2013

ANNO	CAPITAL GROWTH
2010	1,2%
2011	6,3%
2012	-1,1%
2013	-0,41%

FONTE: mia elaborazione, dati presi dai bilanci

Il rendimento generato dall'azione deriva, in via prevalente, dagli introiti provenienti dalla gestione degli immobili e non da eventuali rivalutazioni degli stessi. Dal calcolo del capital growth, infatti, denotiamo una svalutazione degli asset immobiliari negli ultimi due anni.

Andiamo, infine, a calcolare il tasso di capitalizzazione dell'investimento che misura la capacità dell'investimento di generare reddito in un anno.

$$\text{CAP RATE} = \frac{\text{Reddito operativo netto}_t}{\text{Valore immobiliare}_{t-1}}$$

$$\frac{46.859.909}{1.731.285.000} = 2,7\%$$

Mediante il cap rate si esprime il rendimento dell'investimento nel momento della valutazione, in questo caso al momento del disinvestimento nel 2013. E' utilizzato dall'investitore come misura sintetica della convenienza a investire o dismettere l'investimento se confrontato con quello d'investimenti alternativi.

### 5.3 Analisi della performance di Cedar Realty Trust.

Cedar Realty Trust è un investment trust immobiliare o REIT dal 1986. La sua attività si concentra principalmente sulla proprietà, la gestione, lo sviluppo e la riqualificazione di centri commerciali, supermercati e ipermercati negli stati costieri e nord orientali dell'America. È quotato sulla borsa americana, NYSE, dal 2003.

FIGURA 22. Quotazione e NAV CEDAR REALTY TRUST , 2009-2013

ANNO	QUOTAZIONE (fig.23)	NAV	SCONTO/PREMIO SUL NAV
30/06/2009	4,52 DOLLARI	13,55 DOLLARI	-9,03 DOLLARI 66.6%
30/06/2010	6,02 DOLLARI	11,05 DOLLARI	-5,03 DOLLARI 45,5%
30/06/2011	5,15 DOLLARI	8,44 DOLLARI	-3,29 DOLLARI 39%
2/07/2012	5,27 DOLLARI	7,67 DOLLARI	- 2,4 DOLLARI 31,3%
1/07/2013	5,28 DOLLARI	7,83 DOLLARI	-2,55 DOLLARI 32,5%

FONTE: mia elaborazione, dati presi dai bilanci e da New York Stock Exchange

FIGURA 23. Quotazione CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013



FONTE: [www.nyse.nyx.com](http://www.nyse.nyx.com)

La quotazione nel corso dei cinque anni registra un incremento e invece il NAV un decremento. Tra il prezzo di mercato e il NAV si genera uno sconto che diminuisce con il passare del tempo perché i prezzi di mercato si avvicinano sempre di più ai valori del NAV. L'investitore che acquista un'azione il 30 giugno 2009 e la rivende il 1 luglio 2013, ottiene una plusvalenza di 0,76 dollari poiché il prezzo di vendita è maggiore del prezzo di acquisto, ma subisce uno sconto sul NAV pari al 32,5%

Ogni anno l'investitore ha diritto a un dividendo per azione in misura non inferiore al 90% degli utili maturati dall'attività immobiliare.

Nei cinque anni ogni azione genera un dividendo lordo pari a (fig.24):

FIGURA 24 :Dividendo lordo per azione, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

ANNO	DIVIDENDO LORDO \$
2009	0.09 DOLLARI
2010	0,27 DOLLARI
2011	0,36 DOLLARI
2012	0,20 DOLLARI
2013	0,20 DOLLARI

FONTE: mia elaborazione, dati presi dalle relazioni di bilancio

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{Dividendo per quota } t}{\text{Prezzo della quota } t}$$

FIGURA 25 . Dividend Yield, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

ANNO	DIVIDEND YIELD
2009	2,0%
2010	4,5%
2011	7,0%
2012	3,8%
2013	3,8%

FONTE: mia elaborazione su dati presi dal bilancio e dalle quotazioni di mercato

Nel 2011 la società distribuisce il dividendo più alto dei cinque anni e conseguentemente, la quotazione aumenta l'anno successivo. Questo è sintomo che un alto dividend yield aumenta l'appetibilità delle azioni sul mercato.

Il guadagno lordo per l'investitore al momento della vendita dell'azione nel 2013 è pari alla somma dei dividendi più la plusvalenza registrata, ossia 1,9 dollari.

Andiamo ora a calcolare il rendimento che CEDAR REALTY TRUST genera nei cinque anni, utilizzando i valori di bilancio (NAV):

$$\text{RENDIMENTO} = \frac{\text{Nav}_t + \text{Dist}_t - \text{Nav}_{t-1}}{\text{Nav}_{t-1}}$$

Nei quinquennio l'azione ha registra un rendimento negativo pari a - 40,7% .

$$\text{Annualizzato } [1 + (-0,407)]^{1/5} - 1 = -9,9\%$$

Ogni anno l'azione registra mediamente una perdita del 9,9% l'anno.

Sotto (fig.26), riportiamo il rendimento registrato realmente ogni anno dall'azione:



FIGURA 26. Rendimento per azione, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

ANNO	RENDIMENTO
2010	-16,4%
2011	-20,5%
2012	-6,7%
2013	+4,7%

FONTE: mia elaborazione su dati presi dai bilanci

Poiché le azioni sono quotate possiamo calcolare il rendimento di ciascun azione anche mediante i prezzi di mercato.

$$\text{RENDIMENTO DI MERCATO} = \frac{P_t + \text{Dist}_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Nei cinque anni l'azione registra un rendimento pari a 21,2%

Se annualizzo questo rendimento  $[1 + (0,212)]^{1/5} - 1 = 3,9\%$ .

L'azione registra mediamente un guadagno pari al 3,9% annuo calcolando anno per anno:

FIGURA 27. Rendimento di mercato per azione, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

ANNO	RENDIMENTO DI MERCATO
2010	+ 39,1%
2011	-8,5 %
2012	+ 6,2%
2013	+ 4,0%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio e quotazioni di mercato

Il rendimento calcolato con i prezzi di mercato non rispecchia quello calcolato con i valori del NAV. La causa è da ricercare nello sconto che si genera tra i due valori, ma soprattutto nella discesa dei valori del NAV nei cinque anni che determina un rendimento negativo, diversamente da quanto è accaduto ai prezzi di mercato in ascesa.

Questo rendimento è dato in parte dalla capacità di produrre reddito mediante la cessione in locazione degli immobili e in parte dalla rivalutazione del valore dell'immobile nel tempo.

$$\text{INCOME RETURN} = \frac{\text{Fcn}_t}{\text{Val. immobiliare}_{t-1}}$$

Questo indice misura l'incidenza dei ricavi di gestione per la società, quali canoni di locazione e commissioni pagate dagli investitori, sul valore immobiliare iniziale.

FIGURA 28. Income return, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

ANNO	INCOME RETURN
2010	6,4%
2011	9,5%
2012	8,9%
2013	5,5%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

$$\text{CAPITAL GROWTH} = \frac{\text{Val immobiliare } t - \text{Val immobiliare } t_{-1}}{\text{Val. immobiliare } t_{-1}}$$

Questo rapporto esprime l'incidenza della variazione di valore dell'immobile sulla redditività.

FIGURA 29. Capital Growth, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

ANNO	CAPITAL GROWTH
2010	-2,0%
2011	3,8%
2012	5,0%
2013	0,4%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

Anche in questo caso, come in quello di IGD, il rendimento deriva in via prevalente dagli introiti provenienti dalla gestione. L'income return supera il capital growth nei cinque anni.

Andiamo, infine, a calcolare il tasso di capitalizzazione al momento del disinvestimento, quale strumento di misura della convenienza a dismettere o meno l'investimento se confrontato ad investimenti alternativi.

$$\text{CAP RATE} = \frac{\text{Reddito operativo netto}_t}{\text{Valore immobiliare}_{t-1}}$$

$$= \frac{39.296.000}{1.108.754.000} = 3,54\%$$

#### 4.4 Analisi della performance di OLINDA FONDO SHOPS

OLINDA FONDO SHOPS è un fondo comune d'investimento immobiliare istituito prevalentemente mediante apporto privato, specializzato nel settore retail & entertainment, ovvero in negozi, strutture commerciali e cinema.

È stato istituito a giugno del 2004 e a settembre dello stesso anno è stato quotato in borsa. Prevedeva una durata di sette anni dal momento d'inizio di operatività del fondo, ma andrà in scadenza nel 2014 beneficiando di tre anni di proroga per

consentire lo smobilizzo degli investimenti in portafoglio.

FIGURA 30. Quotazione e NAV, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	QUOTAZIONE (fig.31)	NAV	SCONTO/PREMIO SUL NAV
30/06/2009	294,00 EURO	647,45 EURO	-353,45 EURO 54,6%
30/06/2010	341,00 EURO	618,41 EURO	-277,41 EURO 44,8%
30/06/2011	351,00 EURO	544,404 EURO	-193,404 EURO 35,5%
02/07/2012	121,90 EURO	465,09 EURO	-343,19 EURO 73,8%
01/07/2013	105,90 EURO	437,24 EURO	-331,34 EURO 75,8%

FONTE: mia elaborazione su dati presi dai bilanci e da borsa italiana

FIGURA 31. Quotazione OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013



FONTE: [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

Nell'orizzonte temporale predefinito si registra un aumento delle quotazioni fino al 2011 e un decremento negli ultimi due anni, quest'ultimo probabilmente generato dalla richiesta di proroga della scadenza che insinua sfiducia negli investitori. Il valore del NAV, invece, subisce un decremento in tutto il quinquennio, più evidente negli ultimi due anni.

Tra il prezzo di mercato e il valore del NAV si genera uno sconto. L'investitore che acquista una quota il 30 giugno 2009 sul mercato e la rivende il 1 luglio 2013 ottiene una minusvalenza pari a 188,1 euro e subisce uno sconto sul NAV pari al 75,78%.

FIGURA 32. Dividendo lordo OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	DIVIDENDO LORDO
2009	10,67 EURO
2010	65,15 EURO
2011	37,07 EURO
2012	19,16 EURO
2013	Nessun dividendo distribuito <sup>108</sup>

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

$$\text{DIVIDEND YIELD} = \frac{\text{Dividendo per quota } t}{\text{Prezzo della quota } t}$$

<sup>108</sup> Il risultato della gestione ordinaria nel 2013 è positivo ma in conseguenza della minusvalenza principalmente causata dall'aggiornamento delle valutazioni degli immobili e all'imminente scadenza del periodo di proroga del fondo, la SGR non ha ritenuto possibile procedere con alcuna distribuzione di proventi. Si veda rendiconto OLINDA 2013

FIGURA 33. Dividend Yield, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	DIVIDEND YIELD
2009	3,6%
2010	19,1%
2011	10,6%
2012	15,7%
2013	0%

FONTE : mia elaborazione su dati di bilancio e quotazioni di mercato

In quanto fondo comune d'investimento, a differenza della SIIQ o del REIT, la società di gestione può non essere obbligata a distribuire dividendi agli investitori. Andiamo ora a calcolare il rendimento che il fondo OLINDA ha generato nei cinque anni, utilizzando i valori di bilancio (NAV):

$$\text{RENDIMENTO} = \frac{\text{Nav}_t + \text{Dist}_t - \text{Nav}_{t-1}}{\text{Nav}_{t-1}}$$

Nei cinque anni la quota registra un rendimento pari a -32,5%

Se annualizziamo questo rendimento  $[1 + (-0,325)]^{1/5} - 1 = -7,5\%$

Il valore della quota subisce, in media, una perdita annua del 7,5%.

Qui di seguito calcoliamo il rendimento realmente registrato dalla quota ogni anno:

FIGURA 34. Rendimento, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	RENDIMENTO
2010	+5,6%
2011	-6,0%

2012	-11,0%
2013	- 6,0%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

Poiché le quote sono scambiate in un mercato regolamentato, possiamo calcolare il rendimento anche mediante i prezzi di mercato.

$$\text{RENDIMENTO DI MERCATO} = \frac{P_t + \text{Dist}_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Nei cinque anni il rendimento della quota subisce una diminuzione del - 64%  
 Se annualizziamo questo rendimento  $[1 + (-0,64)]^{1/5} - 1 = -18,5\%$ .  
 Il valore di mercato della quota registra in media una perdita annua del 18,5%.

FIGURA 35. Rendimento di mercato, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	RENDIMENTO DI MERCATO
2010	38,2%
2011	13,8%
2012	-59,8%
2013	-13,1%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio e quotazioni di mercato

Il rendimento calcolato con i prezzi di mercato non rispecchia quello calcolato con i valori del NAV a causa dello sconto che si genera e dei diversi andamenti dei due valori nei cinque anni. In entrambi i casi, le quote registrano una perdita dopo il 2011, anno d'inizio della proroga. Andiamo ora a vedere in che misura gli introiti derivanti dalla gestione immobiliare e la rivalutazione degli immobili incidono nel rendimento registrato dalla quota.

$$\text{INCOME RETURN} = \frac{\text{Fcn}_t}{\text{Valore immobiliare}_{t-1}}$$

Questo rapporto misura la capacità di produrre rendimento mediante la cessione in locazione dell'immobile.

FIGURA 36. Income Return, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	INCOME RETURN
2010	5,4%
2011	1,1%
2012	2,4 %
2013	6,4%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio

$$\text{CAPITAL GROWTH} = \frac{\text{Val immobiliare } t - \text{Val immobiliare } t_{-1}}{\text{Val. immobiliare } t_{-1}}$$

FIGURA 37. Capital Growth, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

ANNO	CAPITAL GROWTH
2010	-2,1%
2011	-10,3%
2012	-5.2%
2013	-11,5%

FONTE: mia elaborazione su dati di bilancio



Il rendimento del fondo deriva dai ricavi provenienti dalla gestione degli immobili. Dal calcolo del capital growth denotiamo che gli asset immobiliari si sono svalutati nel corso di tutti e gli cinque anni, questa svalutazione nel 2013 rende impossibile la distribuzione di dividendi.

Andiamo , infine, a calcolare il cap rate nel momento del disinvestimento:

$$\text{CAP RATE} = \frac{\text{Reddito operativo netto}_t}{\text{Valore immobiliare}_{t-1}}$$

$$\frac{40.648.262}{472.729.203} = 8,6\%$$

### 5.5. Valutazioni di sintesi.

In questo capitolo abbiamo applicato alcuni indici di valutazione della performance a tre casi d'investimento immobiliare indiretto, quali una quota di un fondo immobiliare italiano, un'azione di una SIIQ italiana e un'azione di un REIT americano. Questi indicatori non sono altro che strumenti a disposizione dell'investitore per calcolare l'andamento della quota o azione immobiliare, a secondo del tipo d'investimento che attua.

Dall'analisi dell'andamento della quota e dell'azione dei veicoli d'investimento immobiliare suddetti possiamo trarre alcune considerazioni.

Il rendimento calcolato con i prezzi di mercato nel periodo predefinito è complessivamente positivo nel caso di acquisto di un'azione di IGD e di CEDAR REALTY TRUST, ma è negativo nel caso di acquisto di una quota di OLINDA FONDO SHOP. Il rendimento calcolato mediante i valori del NAV, invece, è negativo in tutti e tre i casi. Dal calcolo dell'income return e del capital growth riscontriamo che il rendimento, in tutti e tre i casi, deriva dai ricavi generati dalla gestione immobiliare e non dalla variazione positiva del valore degli immobili, che coincide piuttosto con una svalutazione. Proviamo a dare un significato a questo dato e lo facciamo considerando il periodo di analisi che

comprende gli anni “caldi” della crisi. L’immobiliare, nel bene o nel male, non è anticiclico e l’immobiliare d’impresa, quello a cui sono essenzialmente dedicati gli strumenti su analizzati, è strettamente legato ai destini dell’occupazione, dell’andamento dei consumi e della produzione dei servizi. In una sola parola all’andamento dell’economia. Per questo in questi cinque anni di crisi i valori immobiliari hanno subito le conseguenze negative dell’andamento economico. Molti investitori si sono affacciati al mercato immobiliare mediante un acquisto finanziario piuttosto che un acquisto diretto dell’immobile. Questo ha permesso loro di godere dei benefici di un investimento immobiliare senza dover assumere completamente il costo, visto anche il processo di contrazione del credito tipico di questi anni. La disponibilità di reddito degli investitori e la concessione di mutui immobiliari da parte degli istituti di credito sono elementi decisivi in grado d’influencare i risultati del settore immobiliare: la diminuzione di questi due fattori comporta un calo del numero di compravendite e, quindi, una perdita per il comparto immobiliare. In un momento di economia debole, caratterizzato da redditi in decrescita, i valori immobiliari diminuiscono così come diminuisce la possibilità di finanziarsi mediante l’accensione di mutui. Alla restrizione dell’offerta di mutui da parte del sistema bancario è associata anche una caduta della domanda, probabilmente dovuta a un’autoselezione. Molti investitori per acquistare gli immobili hanno intrapreso una strada alternativa mediante gli investimenti indiretti, creando così un afflusso di canoni di locazione. Ecco spiegato perché l’income return ha una maggiore incidenza del capital growth sul rendimento nell’arco temporale di riferimento.

Un'altra considerazione sui casi analizzati è la presenza dello sconto, cioè il prezzo di Borsa inferiore al valore del NAV. Lo sconto per un investitore in sottoscrizione corrisponde a una perdita, è invece un’ottima opportunità d’investimento per chi acquista sul mercato secondario. Tale fenomeno rende molto difficile la raccolta di capitale: l’investitore razionale non trova conveniente investire in sottoscrizione quando può acquistare lo stesso titolo a un prezzo inferiore sul mercato. Quindi, se da un lato l’inefficienza del mercato secondario è una buona opportunità d’investimento per chi acquista, dall’altra

rappresenta un serio problema perché non rende possibile trovare nuovo capitale. La ragione che possiamo ricondurre al fenomeno dello sconto è la scarsa efficienza del mercato secondario con volumi di scambio bassissimi, che si ripercuote sul mercato primario. Non va dimenticata la regola fondamentale di qualunque mercato: affinché il primario possa funzionare, deve funzionare bene il secondario. Una possibile soluzione al problema dello sconto e alla scarsa liquidità del mercato secondario potrebbe essere il riacquisto delle azioni o quote emesse. Nella prassi, infatti, quando una società quotata ritiene che il proprio titolo sia sottovalutato dal mercato inizia a riacquistare le proprie azioni conseguendo un duplice obiettivo: massimizzare la ricchezza degli azionisti e spingere verso l'alto il prezzo di mercato. Per fare questo è fondamentale il ruolo del management che conosce, assai meglio del mercato, il vero valore dell'azienda e sa quando è il momento migliore per riacquistare i propri titoli. Perché questa soluzione sia efficace è necessario che il NAV, varato dagli esperti indipendenti, sia veritiero. Gli esperti indipendenti dovrebbero rappresentare delle figure *super partes*, ma già il fatto che siano pagati in percentuale sul valore del bene che loro stessi valutano, può creare conflitto d'interessi. Nelle relazioni degli esperti molto spesso non sono nemmeno esplicitati in forma chiara e completa i criteri, i parametri e le assunzioni sottese alle stime. Lo sconto, inoltre, è influenzato anche dalla natura chiusa del fondo OLINDA che non prevede la possibilità di uscite anticipate. Il valore del NAV in questo caso è un valore puramente indicativo poiché si tratta di valutare immobili che ancora devono essere venduti o, addirittura, devono essere costruiti. In questo caso lo sconto trova la ragione di essere per aver disinvestito prima che l'operazione fosse conclusa.

L'ultima considerazione che possiamo fare dall'analisi dei tre casi riguarda la distribuzione dei dividendi. Il fondo OLINDA nel 2013 non eroga alcuna remunerazione ai quotisti, nonostante il risultato di gestione positivo. La scelta del gestore trova spiegazione nella svalutazione registrata dal patrimonio immobiliare contemporaneamente all'avvicinarsi della scadenza del fondo. Tale discrezionalità del gestore non è riservata alla SIIQ o al REIT che, in virtù della

loro qualifica di società d'investimento che emettono azioni ordinarie, sono obbligate a versare una percentuale elevata degli utili conseguiti nella gestione degli immobili.

## Considerazioni finali

Nella trattazione abbiamo svolto un'analisi sugli investimenti immobiliari indiretti, strumenti d'investimento di medio-lungo termine caratterizzati da rendimenti che subiscono oscillazioni nel tempo.

Nel primo capitolo abbiamo analizzato le caratteristiche dei fondi immobiliari, organismi d'investimento collettivo del risparmio presenti in Italia dal 1994, dotati di patrimonio autonomo e destinati ad una pluralità d'investitori mediante l'emissione di quote. La gestione del fondo è svolta dalla SGR, società di gestione autorizzata, che si affianca di esperti indipendenti per la valutazione del patrimonio e la determinazione del NAV. I fondi immobiliari nascono come fondi chiusi anche se, dove previsto dal regolamento, è possibile ottenere un rimborso anticipato della quota, mentre in altri casi è prevista la quotazione su mercato regolamentato. La differenza che si genera tra il NAV e il prezzo di mercato se negativa è chiamata sconto, viceversa premio. Solitamente il prezzo dei fondi immobiliari è soggetto a sconto, creando una perdita per chi vende la quota e un beneficio per chi l'acquista. Entro fine 2014 molti fondi immobiliari giungeranno a scadenza, spesso dopo aver beneficiato di un periodo di proroga. E' previsto che, a seguito di un incremento dell'offerta e un conseguente ribasso dei valori immobiliari, le quote saranno rimborsate a un prezzo inferiore rispetto a quello di acquisto, generando perdite.

Nel 2008 sono state introdotte le SIIQ, società d'investimento immobiliare quotate, create sul modello dei REITs americani. Queste società di capitali rappresentano l'alternativa al fondo nell'investimento immobiliare indiretto. Sono altamente regolamentate e per assumere la denominazione irreversibile di SIIQ e godere di un regime fiscale agevolato, devono svolgere prevalentemente attività di locazione immobiliare e distribuire la quasi totalità degli utili provenienti dall'attività locativa agli azionisti. Rispetto ai fondi immobiliari presentano alcune diversità tra cui la mancata separazione patrimoniale e un limite alla partecipazione al capitale sociale da parte di un singolo azionista,

limite che però supera il discrimine imposto dal TUF oltre il quale è obbligatorio effettuare un OPA. Le SIIQ sono nate in ritardo rispetto all'Europa e all'America, ma con l'obiettivo di dotare l'Italia di uno strumento che si era rivelato potente e capace di attirare numerosi investitori negli stati che già da tempo lo avevano introdotto.

Nel secondo capitolo abbiamo analizzato le caratteristiche dei REITs americani, in quanto predecessori delle più recenti società d'investimento immobiliare. La nascita dei REITs risale agli anni sessanta. Questi possono costituirsi in forma di corporation o di business trust, purché l'attività prevalente sia in proprietà immobiliari, mutui ipotecari e partecipazioni in altri REITs. Sono società molto regolamentate, infatti, per assumere la denominazione di REIT e godere di una tassazione agevolata devono soddisfare una serie di requisiti organizzativi, proprietari e patrimoniali. Sono inoltre obbligati a distribuire la quasi totalità degli utili netti agli azionisti. I REITs possono essere di due tipi: equity e mortgage. I primi investono esclusivamente in immobili e i loro redditi derivano principalmente da affitti; gli altri rilevano e gestiscono crediti ipotecari e le loro entrate derivano dai guadagni ottenuti con gli interessi dei mutui. È possibile anche la forma ibrida che unisce le caratteristiche delle tipologie suddette. I REITs sono una realtà consolidata con una capitalizzazione complessiva che, solo negli Stati Uniti, supera i 600 miliardi di dollari. Molti investitori sono attratti dalla struttura dei REITs per la facilità di accesso al mercato, per la liquidità che offrono e per i dividendi molto elevati rispetto all'utile che generano.

Nel terzo capitolo abbiamo affrontato il processo gestionale che caratterizza gli investimenti immobiliari. Le tecniche di gestione del rischio sono sempre riconducibili al concetto di diversificazione del portafoglio e si basano sulla scelta di attività negativamente correlate tra loro: un portafoglio costituito sia da valori immobiliari che valori mobiliari difficilmente subisce una perdita in entrambi i settori d'investimento, solitamente la perdita di un settore è bilanciata dalla crescita dell'altro. In un investimento immobiliare il gestore si pone sempre la domanda di quale sia la strategia ottimale da adottare nella scelta degli

immobili: puntare sulla concentrazione e ottenere benefici in termini di efficienza e rendimento oppure orientarsi sulla segmentazione per ridurre il rischio. Alcuni operatori preferiscono specializzarsi in una tipologia d'immobile, in modo che la maggiore concentrazione di rischio sia bilanciata da una maggiore efficienza gestionale dovuta al know-out. Altri, invece, focalizzano la ricerca su specifici mercati locali e contemporaneamente investono in immobili con diverse destinazioni d'uso, assumendo una forte componente di rischio geografico compensata da una conoscenza superiore dello specifico mercato in termini di previsione dell'andamento economico. Nell'ultimo ventennio è aumentata la consapevolezza della necessità di adottare modelli di gestione più evoluti, in conseguenza alla trasformazione che ha subito il mercato immobiliare. Siamo passati dal modello "asset by asset" al "real estate portfolio management process". Il primo consiste nella scelta d'investimenti caratterizzati da un livello di redditività coerente con gli obiettivi d'investimento; il secondo invece si pone l'obiettivo di massimizzare l'efficienza dell'intero portafoglio, analizzando così anche le interrelazioni esistenti tra i diversi investimenti inseriti. Dopo aver costituito il portafoglio investimenti, il patrimonio immobiliare è soggetto a un processo di valutazione, rispettando il principio della prudenza e della competenza. I valori che scaturiscono da questo processo devono rappresentare in modo corretto la situazione del fondo. A fine anno saranno redatti obbligatoriamente lo stato patrimoniale, il conto economico, il rendiconto finanziario e la nota integrativa. La qualità e il rendimento dell'investimento non dipendono solo dall'acquisto d'immobili con valore crescente nel tempo, ma anche dall'efficienza della gestione. Per questo motivo è necessario un continuo monitoraggio qualora il comportamento dei gestori non sia volto a massimizzare la ricchezza degli investitori, ma interessi personali. Nei fondi immobiliari è prevista a questo scopo un'assemblea degli investitori che ha il potere di revoca della SGR, al contrario nelle società immobiliari e nei REITs l'incisività della corporate governance esercitata dai piccoli azionisti è debole per la scarsa rappresentatività delle assemblee dei soci e per l'ammontare generalmente ridotto di capitale investito da ogni investitore. In questi casi l'incentivo a una corretta

gestione è affidato a meccanismi di reputazione della governance.

Nel capitolo quarto abbiamo illustrato alcuni indicatori di performance cui l'investitore può attingere per capire l'andamento e la situazione in cui si trova il suo investimento immobiliare e procedere poi a consapevoli scelte d'investimento. Quando si parla di apprezzamento dell'investimento nel tempo, si parla di performance positiva. L'investitore misura il valore della performance per confrontare le alternative d'investimento proposte, nonché monitorare l'andamento di quelli che già possiede in portafoglio. Il gestore, invece, lo utilizza per confrontarsi con se stesso nel tempo e con i competitori nel mercato.

La valutazione della performance non può prescindere dall'analisi dei ricavi e dei costi, dato che la loro variazione incide nel rendimento dell'investimento. Tra i ricavi la voce più rilevante sono i canoni di locazione mentre tra i costi le spese di manutenzione. Tra gli indici analizzati troviamo il rendimento che misura la capacità dell'investimento di conseguire i risultati gestionali e può essere calcolato usando il valore del NAV oppure, ove possibile, il prezzo di mercato. Questo rendimento può derivare dalla capacità degli immobili di produrre reddito tramite la cessione in locazione, oppure dalla rivalutazione degli asset nel tempo, espressi rispettivamente da income return e capital growth. Nel caso in cui l'interesse al calcolo del rendimento riguardi solo la capacità della società di remunerare il capitale investito, l'indice dovrà essere neutrale ai flussi di cassa in quanto indipendenti dalle linee di gestione intraprese. Il metodo Dietz modificato è idoneo in quest'ultimo caso come indicatore del rendimento indipendente dai flussi di cassa generati. Troviamo poi il tasso interno di rendimento che spesso viene fatto coincidere con l'analisi di performance, ma ha valenza d'indicatore solo ex ante l'investimento perché prende come valore di uscita il prezzo di mercato, generalmente soggetto a sconto. Questo indice quindi non pesa l'effettiva rivalutazione immobiliare del portafoglio.

Il cap rate è un indicatore di uso comune, in quanto misura sintetica della convenienza dell'operazione di dismissione o acquisto del bene, se confrontato con il rendimento d'investimenti alternativi al momento della valutazione.



In America è diffuso l'utilizzo del fund from operation, quale indicatore del flusso di cassa residuo dopo tutte le operazioni che permette di cogliere la performance operativa di un investimento immobiliare. Spesso questo indice non considera le spese in conto capitale, si ricorre allora al fund from operation rettificato che misura il reale flusso di cassa residuo dopo tutte le spese.

Infine ho esaminato il dividend yield, utilizzato dall'investitore per il calcolo della performance in quanto interessato alla liquidità del suo investimento nel breve periodo e il calcolo della duration, misura del tempo necessario per poter essere ripagati dell'investimento fatto. Il calcolo degli indicatori di performance dovrebbe essere accompagnato da una misura della rischiosità dell'investimento per giungere ad una performance aggiustata per il rischio: avendo due portafogli con lo stesso rendimento la scelta dovrebbe ricadere verso quello con rischio minore. Diversamente il calcolo della performance risulta incompleto.

Nel quinto e ultimo capitolo abbiamo applicato alcuni degli indici suddetti a tre casi: l'acquisto di un'azione di una SIIQ italiana, di un'azione di un REIT americano e di una quota di un fondo chiuso italiano. Dopo aver definito un orizzonte temporale di cinque anni, dal 2009 al 2013, sulla base dei dati di bilancio e di borsa disponibili abbiamo calcolato il dividend yield, il rendimento, l'income return, il capital growth e il cap rate per ciascun caso.

Dall'analisi abbiamo riscontrato la comune presenza dello sconto sul NAV, dovuto alla scarsa liquidità del mercato secondario e a sopravvalutazioni da parte degli esperti indipendenti sul valore economico, nonché dalla natura chiusa del fondo immobiliare. Tale fenomeno rende molto difficile la raccolta di nuovo capitale in quanto l'investitore razionale trova più conveniente acquistare lo stesso titolo sul mercato piuttosto che in sottoscrizione a un prezzo più elevato. Nel rendimento incidono i ricavi di gestione e non sono presenti rivalutazioni del patrimonio immobiliare. Quest'ultimo dato trova la sua ragione nel periodo critico di riferimento, dove l'andamento negativo dell'economia incide sulla svalutazione dei valori immobiliari.

Infine nel caso di acquisto di una quota del fondo immobiliare l'investitore nel 2013 non riceve dividendi nonostante il risultato positivo della gestione

ordinaria. La scelta del gestore è giustificata dalla svalutazione del patrimonio immobiliare e dall'imminente scadenza del periodo di proroga del fondo. Anche il mancato obbligo di distribuzione dei dividendi, previsto invece per le SIIQ e per i REITs, è determinante. Questi ultimi infatti per poter beneficiare dell'esenzione dal pagamento di IRES e IRAP sui redditi societari sono vincolati a distribuire, rispettivamente, l'85% e il 90% degli utili derivanti da attività locativa. Questo obbligo rappresenta da un lato un vantaggio per l'azionista, ma uno svantaggio per la società che non può investire gli utili liberamente.

Se ci soffermiamo sull'evoluzione delle SIIQ dall'anno del loro ingresso ad oggi, notiamo come queste non abbiano registrato sul mercato lo stesso successo dei REITs. Gli investitori continuano a preferire una quota di un fondo immobiliare piuttosto che un'azione di una società d'investimento, nonostante la maggiore liquidità e trasparenza di quest'ultima. Probabilmente questo dato trova le sue ragioni nel ritardo dell'introduzione in Italia di questi veicoli societari e nel periodo d'ingresso poco favorevole per il mercato. Il loro ingresso risale al 2008 anno in cui tutto il mercato immobiliare ha iniziato una parabola discendente dopo anni di boom. Sicuramente la scarsa propensione alla quotazione tipica delle società italiane ha inciso. Ad oggi nel mercato degli investitori immobiliari italiani lo schema societario è stato adottato solo in due casi: Beni Stabili e IGD. Le SIIQ sono nate per superare i limiti posti alla costituzione dei fondi immobiliari di proprietà di un ristretto numero d'investitori, ma la pratica impossibilità di mantenere un azionariato diffuso a causa del limite proprietario troppo elevato, lo scarso potere attribuito agli azionisti in termini di governance, la mancanza di autonomia patrimoniale e di una rigorosa vigilanza, rendono le SIIQ strumenti nei quali gli investitori ripongono poca fiducia.

Favorire la creazione di SIIQ per dare trasparenza al mercato e reperire capitali è una operazione importante in un momento storico in cui il credito bancario permane esiguo e di difficile accesso. Il governo italiano recentemente si è mosso in questo senso sull'esempio dei REITs e di altre società d'investimento immobiliare quotate in Europa, che rappresentano un motore di sviluppo

incredibilmente potente in tutti i paesi sviluppati, capace di attirare investimenti e incidere sul PIL.

## Bibliografia

A.I.F.I, GUERRINI E ASSOCIATI, La valutazione della performance, Milano, 1996.

ALLEN M.T., MADURA J., SPRINGER T.M., REIT Characteristics and the Sensitivity of REIT Returns, in “Journal of Real Estate Finance and Economics”, 2000

AMBROSE B.W., LINNEMAN P., REIT Organizational Structure and Operating Characteristics, in “Journal of Real Estate Research”, 2001

ARCUDI S., Fondi immobiliari quotati, l’ultima scommessa made in Usa: riapre il rischio subprime, 2013

ASSOGESTIONI, Relazioni vari anni

BANCA D’ITALIA. Audizione di Pierluigi Ciocca, vice direttore generale della Banca d’Italia, alla commissione finanze della camera dei deputati, in “bollettino economico”, 1998

BANCA D’ITALIA , Relazione, 2005

BERETTA S., Uno sguardo sui fondi comuni di investimento immobiliare, in “Amministrazione & Finanza”, 2003

BIASIN M., L’investimento immobiliare: mercato, intermediari e forme proprietarie, Il Mulino, Bologna, 2005

BIASIN M., GIACOMINI E., QUARANTA A. G., Quotazione a sconto, governance e regolamentazione dei fondi immobiliari italiani, Bancaria, 2010

BONAFEDE A., “ Immobiliari speculativi, per ora investono solo in Italia”, La Repubblica, Sezione Affari e Finanza, 2007

BONAFEDE A., “Fondi chiusi immobiliari, la grande paura del 2014”, 2013, La Repubblica, Sezione Affari e Finanza, 2007

BORGHI A., Finanza immobiliare. Il mercato, la valutazione, gli strumenti, le tecniche di finanziamento, Egea, Milano, 2009

BORSA ITALIANA, Fondi chiusi immobiliari, 2013

BREGLIA M., CATELLA M., I fondi di investimento immobiliari, Le guide del Sole 24 ore, Milano, 2000

BRUNA E., Real Estate Investment Trust: il quadro normativo di riferimento, in “ Diritto ed Economia”, Rimini, 1995

CACCIAMANI, I fondi immobiliari ad apporto specializzati, Egea, Milano, 2012

CACCIAMANI C., Il rischio immobiliare, Egea, Milano, 2003

CACCIAMANI C., Real Estate. Economia, Diritto e Finanza immobiliare, Egea, Milano, 2008

CAMMARANO G., Siiq e fondi immobiliari: discipline a confronto e problemi aperti, Bancaria, 2007

CAPARELLI F CAMERINI E, Guida all'asset allocation. La gestione del portafoglio: strategica, tattica, dinamica, Bancaria, 2004

CASERTANO G., Finanza Real Estate: il mercato, gli strumenti, i prodotti di investimento, Cedam, 2011

CEDAR REALTY TRUST, Bilanci di esercizio 2009-2013

COLOMBINI F., Intermediari mercati e strumenti finanziari, Economia e integrazione, Utet, Torino, 2008

DEL FEDERICO L., I Reit , 2007

GELTNER D., Real Estate Market & Asset Market, Real Estate Finance and Investment, 2002

GELTNER D., MILLER N.G., Commercial Real Estate Analysis and Investments, South-Western Publishing, Mason, 2001

GIANNOTTI C., Il risk management nei fondi immobiliari. Analisi, valutazione e cultura della compliance, Bancaria, Roma, 2010

GIANNOTTI C., MATTAROCCI G., "La costruzione di un portafoglio immobiliare e i criteri di diversificazione, EGEA, Milano, 2006

GIANNOTTI C., La gestione del fondo immobiliare: rischio, diversificazione e pianificazione, EGEA, Milano, 2006

GIANNOTTI C. MATTAROCCI G., How to evaluate Risk for Italian Real Estate Funds, Journal of European Real Estate Research

GIULIANI M. E., L'inarrestabile avanzata dei REITs, Banca e finanza, 2007

GRECO G L., BELLI F., MAZZINI F., TEDESCHI R., Commento all'art. 33, Il testo unico della finanza, Il sole 24 ore, Milano, 1998

HOESLI M., MORRI G., Investimento immobiliare: mercato, valutazione, rischio e portafoglio, Hoepli, Milano, 2010

IGD, Bilanci di esercizio 2009-2013

KURZROCK B.M, ROTTKE N.B, SCHIERECK D., Factors that influence the performance of office properties, Journal of Real Estate Portfolio Management

LIERA M., Gli investimenti alternativi, Il Sole 24 ore, Milano, 2005

LUNGHINI A., Fondi di investimento immobiliare, Etas, 1992

MAINETTI W., Sorgente SGR (a cura di) , NAV, TIR, QUOTAZIONE: quanto rende davvero un fondo immobiliare, 2008

MAINETTI W., CACCIAMANI C. ( a cura di), I fondi immobiliari: tipologie, disciplina e leva finanziaria, Economia, diritto e marketing e finanza immobiliare, Egea, Milano, 2012

MANGANELLI B., La valutazione degli investimenti immobiliari, FrancoAngeli, Milano, 2013

MASUCCI G., Criteri di valutazione dei fondi di investimento immobiliare, in Diritto ed Economia, Roma, 2009

MATTAROCCI G., La performance dei fondi immobiliari in Italia, Bancaria, 2013

MCELROY K., REAL ESTATE, Gribaudo, 2013

MCGREAL S., Adair A., Webb J.R, Optimal Diversification in US/UK Private Real Estate Only Portfolios: The Good, the bad, and the uncertain, Journal of Real Estate Portfolio management, vol. 15, 2009

MIGNARRI E., La disciplina fiscale dei fondi immobiliari dopo la riforma, Bancaria, 2012

MOLGORA R., Gestire i fondi immobiliari: rischi e opportunità, in Amministrazione e Finanza, 1995

MOLGORA R., Il rendimento dei fondi immobiliari, in “Amministrazione & Finanza”, 1994

MORICONI F., Matematica finanziaria, Il mulino, Milano, 1999

MORRI G. BENEDETTO P., Leverage and NAV Discount: evidence from Italian real estate investment funds, in Journal of European Real Estate Research,

MORRI G., La rinascita dei fondi immobiliari passa per la Borsa?, Il quotidiano immobiliare, 2011

MORRI G., Performance e sconto per i fondi immobiliari italiani, Economia e management, 2004



MORRI G., Diversificazione del rischio nella gestione di portafogli immobiliari: analisi della performance dei REITs americani, Finanza marketing e produzione, 2007

NAREIT, The investor's guide to Real estate investment trusts, in "Investing in REITs"

NAREIT, White paper on funds from operations 2002/2004

NORISK, "Quanto ci costa lo sconto?"

OLINDA FONDO SHOP, Bilanci di esercizio 2009-2013

SAMPAGNANO G., Il TIR dei fondi immobiliari: coerenza dell'indicatore e rettifiche per la gestione di liquidità, Analisi finanziaria, 2009

SCIOTTI A., Commento all'art.38, in RABBITI BEDOGNI( a cura di), Il testo unico della intermediazione finanziaria- Commentario al D.Lgs. 24 Febbraio 1998

SCENARI IMMOBILIARI, I fondi immobiliari in Italia e all'estero, scenari immobiliari pubblicazioni, 2012

RUOZI R., Manuale dei fondi comuni di investimento, Giuffrè, Milano, 1987,

WHILSHIRE ASSOCIATES, Il ruolo dei REIT quotati, 2012.

ZIERING B., MCLNTOSH W., Property Size and Risk: Why Bigger is not Always Better, Journal of Real Estate Portfolio Management, vol 5, 1999

## Sitografia

[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it)

[www.assoimmobiliare.it](http://www.assoimmobiliare.it)

[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it)

[www.federimmobiliare.it](http://www.federimmobiliare.it)

[www.finanze.gov.it](http://www.finanze.gov.it)

[www.fondionline.it](http://www.fondionline.it)

[www.immobilia-re.eu](http://www.immobilia-re.eu)

[www.investinganswers.com](http://www.investinganswers.com)

[www.investireonline.it](http://www.investireonline.it)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.methorios.it](http://www.methorios.it)

[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it)

[www.nareit.com](http://www.nareit.com)

[www.nyse.nyx.com](http://www.nyse.nyx.com)

[www.norisk.it](http://www.norisk.it)

[www.Out-law.com](http://www.Out-law.com)

[www.prelios.com](http://www.prelios.com)

[www.reim.bnpparibas.it](http://www.reim.bnpparibas.it)

[Www.reit.com](http://Www.reit.com)

[www.scenari-immobiliari.it](http://www.scenari-immobiliari.it)

[www.Sec.gov](http://www.Sec.gov)

[www.Traidingsystem.it](http://www.Traidingsystem.it)

## Indice delle figure

FIGURA 1. Nascita di un fondo immobiliare

FIGURA 2. I soggetti coinvolti

FIGURA 3. Sconto sul NAV

FIGURA 4: Esempio sconto sul NAV

FIGURA 5. I fondi immobiliari quotati a scadenza

FIGURA 6. Scadenza della durata dei fondi immobiliari quotati

FIGURA 7. Schema riassuntivo delle SIIQ

FIGURA 8. Gli investitori istituzionali

FIGURA 9. Evoluzione del numero e della capitalizzazione dei Reits dal 1971 al 2012

FIGURA 10. Tassazione sui Reits

FIGURA 11. Stato patrimoniale del fondo immobiliare

FIGURA12. Conto economico del fondo immobiliare

FIGURA 13. Rendiconto finanziario del fondo immobiliare

FIGURA 14. Quotazione e NAV, IGD, 2009-2013

FIGURA 15. Quotazione IGD, 2009-2013

FIGURA 16: Dividendo lordo per azione IGD, 2009-2013

FIGURA 17. Dividend Yield, IGD,2009-2013.

FIGURA 18. Rendimento per azione annuo, IGD, 2009-2013

FIGURA 19. Rendimento di mercato per azione, IGD, 2009-2013

FIGURA 20. Income Return, IGD, 2009-2013

FIGURA 21. Capital Growth, IGD, 2009-2013

FIGURA 22. Quotazione e NAV CEDAR REALTY TRUST , 2009-2013

FIGURA 23. Quotazione CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

FIGURA 24 : Dividendo lordo per azione, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

FIGURA 25 . Dividend Yield, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013

FIGURA 26. Rendimento per azione, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

FIGURA 27. Rendimento di mercato per azione, CEDAR REALTY TRUST ,2009-2013

FIGURA 28. Income return, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

FIGURA 29. Capital Growth, CEDAR REALTY TRUST, 2009-2013.

FIGURA 30. Quotazione e NAV, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 31. Quotazione OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 32. Dividendo lordo OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 33. Dividend Yield, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 34. Rendimento, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 35. Rendimento di mercato, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 36. Income Return, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013

FIGURA 37. Capital Growth, OLINDA FONDO SHOPS, 2009-2013